

## LAS GARANTÍAS FINANCIERAS Y LOS ACUERDOS DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL: UNA PROPUESTA DE REFORMA EN MATERIA CONCURSAL

**Santiago Iglesias Escudero**

*Dirección General de Supervisión del Banco de España.  
Universidad Carlos III de Madrid*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: doña Josefina BOQUERA MATARREDONA, don Manuel BROSETA DUPRÉ, don Juan GRIMA FERRADA, don Jorge MARTÍ MORENO y don José Ramón DE VERDA Y BEAMONTE.

---

### EXTRACTO

El régimen jurídico de las garantías financieras es una pieza fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales mayoristas, pero el actual tratamiento de los acuerdos de garantía financiera y de compensación contractual por el Real Decreto Ley 5/2005 lo hace extensivo a buena parte de las operaciones financieras minoristas tradicionales, lo que excede de lo razonablemente justificable para garantizar unos mercados eficientes y competitivos. En respuesta, este trabajo ofrece una propuesta de reforma, para la delimitación de su alcance objetivo, orientada a evitar la aplicación indiscriminada de las inmunidades concursales previstas a todo negocio de financiación, de seguro o de valores.

Por otra parte, entendemos que la seguridad de tráfico debe encontrar un límite en el principio de igualdad de trato de los acreedores en caso de concurso. En este sentido, en cuanto a los acuerdos de compensación contractual, se hace innecesario recurrir al impreciso concepto de «perjuicio en la contratación» como requisito para su rescisión, y en lo que se refiere a los acuerdos de garantía financiera, advertimos inoportuno el retroceso que supone la prueba de «fraude de acreedores». En respuesta, proponemos la revisión de los artículos 15.5 y 16.3 de la norma para declarar aplicable el régimen de reintegración de la Ley Concursal, compatible con las exigencias de la normativa comunitaria y de los mercados financieros, siempre que se demuestre el perjuicio patrimonial para la masa activa.

Finalmente, la norma especial legitima solamente a la Administración concursal para el ejercicio de la acción rescisoria. Puesto que no encontramos razones que justifiquen la expulsión de los acreedores de la legitimación activa, limitándola únicamente a la Administración concursal, sugerimos la supresión de la referencia a la misma, de manera que el artículo 72 de la Ley Concursal goce de plena validez en el marco de estos acuerdos.

**Palabras claves:** acciones de reintegración, compensación contractual, concurso de acreedores, garantías financieras y Ley Concursal.

---

*Fecha de entrada: 03-05-2013 / Fecha de aceptación: 09-07-2013*

## FINANCIAL COLLATERAL AND NETTING ARRANGEMENTS: A PROPOSAL FOR BANKRUPTCY REFORM

Santiago Iglesias Escudero

---

### ABSTRACT

The legal regime on financial collateral arrangements constitutes a cornerstone in the development of the wholesale capital market. Nevertheless, the Royal Decree-Law 5/2005 extends some of the rules relating to financial collateral and netting arrangements to many retail financial transactions. In our opinion, there is no need of this measure to ensure more efficient and competitive markets. Thus, this paper proposes an amendment to restrict the scope of the act. Our aim is to avoid the use of some bankruptcy immunities in any kind of banking, insurance or securities transactions. Furthermore, we believe that the principle of legal certainty could be contrary to the general principle of equal treatment of creditors within insolvency proceedings. Firstly, with respect to netting arrangements, we don't find necessary to prove any detriment arisen from the arrangement to be subject to rescission. And secondly, regarding to financial collateral arrangements, the evidence of fraud as a requirement to contest them represents a step backwards. We suggest therefore revising articles 15.5 and 16.3 of the act in order to apply the system of actions for reimbursement provided by the Insolvency Law, which is compatible with the EU Directives and market requirements.

Finally, according to the Royal Decree-Law 5/2005, financial collateral and netting arrangements may only be contested by the insolvency administrators. Since we do not find any reason for creditors' lack of standing, we propose to remove this issue from the act so that article 72 of the Insolvency Law shall apply to these arrangements.

**Keywords:** actions for reimbursement, bankruptcy, financial collateral arrangements, Insolvency Law and netting.

---

---

## Sumario

- I. Introducción
- II. Marco legal
  - 1. Delimitación de conceptos
  - 2. Régimen anterior y concurso de acreedores: la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, de Reforma del Mercado de Valores
  - 3. Las especialidades de los acuerdos de compensación contractual y las garantías financieras en el derecho concursal
- III. Deficiencias del régimen de reintegración en el Real Decreto Ley 5/2005
  - 1. El problema del ámbito de aplicación: un privilegio sobrevenido para las entidades financieras que debe ser revisado
  - 2. Perjuicio en la contratación y fraude versus perjuicio para la masa activa: una propuesta de reforma
- IV. Conclusión

**NOTA:** Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

## I. INTRODUCCIÓN

El régimen jurídico de las garantías es una pieza esencial para el desarrollo de cualquier economía. El grado de firmeza que aprecien los acreedores, generalmente entidades financieras, en estas instituciones jurídicas determinará el mayor o menor dinamismo de los mercados de capitales, puesto que un régimen ágil y eficiente de garantías asegura la recuperación del crédito. Estas razones de carácter colectivo han justificado que los distintos ordenamientos jurídicos prestaran una especial atención a la protección de las entidades financieras, otorgando mayor seguridad de tráfico jurídico a los negocios de garantía celebrados por ellas.

En esa línea de razonamiento, el derecho comunitario se propuso promover la utilización transfronteriza de las garantías de carácter financiero, figura poco conocida en nuestra legislación, ofreciendo un marco jurídico para la cobertura de las grandes operaciones, a las que atribuyó un régimen especial en materia de insolvencia, justificado por los beneficios que generarían unos mercados de dinero más activos.

Pero nuestro derecho incorporó ese régimen privilegiado en términos ciertamente amplios, haciéndolo extensivo a buena parte de las operaciones tradicionales de financiación, lo que representó un ataque al principio *par conditio creditorum*, uno de los pilares básicos del derecho concursal. A ello se sumó una deficiente transposición en materia de reintegración, lo que provocó importantes críticas desde la doctrina y el planteamiento de algunas dudas interpretativas por parte de la jurisprudencia.

Basándonos en un análisis de las fuentes comunitarias y de los antecedentes históricos, intentaremos encontrar sentido a las particularidades concursales introducidas tanto para los acuerdos de garantía financiera como para la compensación contractual, tan ligada a las operaciones financieras. Y ofreceremos unas propuestas concretas de reforma para delimitar su ámbito de aplicación, así como para integrar de una manera armónica el régimen de reintegración de las garantías y los acuerdos de compensación con el sistema general concursal.

## II. MARCO LEGAL

### 1. DELIMITACIÓN DE CONCEPTOS

#### 1.1. La ambigüedad de la Directiva 2002/47/CE, sobre Acuerdos de Garantía Financiera

La Directiva 2002/47/CE<sup>1</sup>, sobre Acuerdos de Garantía Financiera, tuvo como objetivo la creación de un marco jurídico uniforme en la Unión Europea para facilitar la utilización transfronteriza de las garantías financieras.

Esta norma encontró un claro precedente en la Directiva 98/26/CE, sobre la Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores<sup>2</sup>, en virtud de la cual, para las operaciones negociadas en esos sistemas mayoristas, se protegían los derechos de los titulares de garantías frente a los efectos de la insolvencia de quienes las habían constituido y se excluía todo efecto retroactivo sobre aquellos derechos. La razón última de estas especialidades se justificaba por la importancia que el legislador europeo daba a la limitación del riesgo sistémico<sup>3</sup> asociado a la actividad desarrollada en estos mercados<sup>4</sup>. No obstante, el texto solamente amparaba las garantías constituidas a favor de los bancos centrales y de los participantes típicos<sup>5</sup> en dichos sistemas de liquidación. La Directiva de los Acuerdos de Garantía Financiera, por su parte, pretendió en la misma línea que la anterior reducir ese riesgo pero también, y de una manera muy particular, otro riesgo característico de la actividad financiera, el del crédito<sup>6</sup> asociado a las garantías que

<sup>1</sup> Directiva 2002/47/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre Acuerdos de Garantía Financiera (Diario Oficial de las Comunidades Europeas de 27 de junio de 2002). Modificada por la Directiva 2009/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009 (Diario Oficial de las Comunidades Europeas de 10 de junio de 2009).

<sup>2</sup> Directiva 98/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores (Diario Oficial de las Comunidades Europeas de 11 de junio de 1998). Modificada por la Directiva 2009/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009.

<sup>3</sup> El riesgo sistémico se puede definir como aquel que tiene su origen en la interdependencia de las entidades financieras en un sistema o mercado, de tal modo que si una de ellas no cumple con sus obligaciones de pago o quiebra, puede provocar una serie de impagos en cascada que podría desembocar en la ruptura del sistema en su totalidad (*vid.*, SCHWARCZ, S.: «Systemic Risk», en *Duke Law School Legal Studies, Research Paper Series*, núm. 163, 2008, pág. 198).

<sup>4</sup> Un análisis sobre los problemas del riesgo sistémico y las razones que justifican una regulación de tipo jurídico-público puede encontrarse en SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «La nueva legislación del mercado de valores (fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)», en *Perspectivas actuales del derecho mercantil*, coord. SÁNCHEZ CALERO, F. J., editorial Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 1995, págs. 91 a 120.

<sup>5</sup> El artículo 2 de la Directiva 98/26/CE incluye en la definición de participante las entidades de crédito, las empresas de inversión, las autoridades y empresas públicas, las contrapartes centrales, los agentes de liquidación, las cámaras de compensación y los operadores de sistema.

<sup>6</sup> El riesgo de crédito se identifica en estos sistemas con la falta de fondos líquidos para cancelar una obligación (*vid.*, SAPPIDEEN, R.: «Cross-border electronic funds transfers through large value transfer systems, and the persistence of risk», en *Journal of Business Law*, noviembre 2003, pág. 584).

aseguraban las transacciones, creando un marco jurídico común en todos los Estados miembros de la Unión Europea, bajo el convencimiento de que este marco favorecería la eficacia y la integración de los mercados financieros a nivel europeo<sup>7</sup>. Fue elaborada dentro del «Plan de acción de servicios financieros»<sup>8</sup>. Plan de acción que propuso ciertas metas políticas y una serie de medidas específicas destinadas a favorecer la libre prestación de servicios y la libre circulación de capitales en el mercado único de los servicios financieros, siendo sus objetivos tres: en primer lugar, la creación de un mercado único para los servicios financieros al por mayor; en segundo lugar, la accesibilidad y la seguridad en los mercados minoristas; y, finalmente, el refuerzo normativo en materia de supervisión cautelar. Una de las principales acciones previstas en el marco del primero de los objetivos se encaminaba a garantizar la seguridad jurídica necesaria para apoyar las operaciones transfronterizas con títulos. Se consideró que la aceptación mutua y la ejecutabilidad de las garantías a nivel transfronterizo eran indispensables para la estabilidad del sistema financiero de la Unión y para la consecución de una estructura integrada que regulara las operaciones con valores. Eran, por tanto, necesarias medidas legislativas para realizar estos objetivos, una directiva que facilitara la utilización transfronteriza de las garantías.

Con esa pretensión, la consiguiente directiva ofreció unos procedimientos de ejecución rápidos e informales encaminados, entre otros aspectos, a limitar el efecto contagio en caso de incumplimiento de una de las partes. De este modo, los Estados miembros no podrían exigir la realización de ningún acto formal para la constitución de un acuerdo de garantía financiera, ni para que alcanzara su perfección o validez, o para que se reconociera su prioridad, su cualidad de ejecutable o su admisibilidad como prueba.

En efecto, la Directiva 2002/47/CE fue el instrumento jurídico utilizado por las instituciones europeas para intentar alcanzar aquellos objetivos de armonización en el ámbito de los acuerdos de garantía financiera. En consecuencia, con el pretexto de mejorar la seguridad jurídica de estos acuerdos, obligó a los Estados miembros a reconocer una serie de excepciones en sus legislaciones nacionales en materia de insolvencia. Según manifestó la Comisión Europea en un posterior informe de evaluación de la Directiva<sup>9</sup>, «la necesidad de adoptar un planteamiento más integrador a través de la Directiva (...) obedecía a la aplicación de normas nacionales divergentes en la utilización de garantías, que con frecuencia resultaban inviables y faltas de transparencia, creando inseguridad en cuanto a la eficacia de las garantías como dispositivo de protección de las operaciones transfronterizas».

---

<sup>7</sup> Planteamiento sugerido por ISDA (International Swaps and Derivatives Association), asociación que agrupa las principales entidades financieras que operan en los mercados internacionales y que actuó como auténtico precursor de la directiva y como grupo de influencia durante su elaboración.

<sup>8</sup> Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo, de 11 de mayo de 1999, sobre la aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción COM (1999) 232 final (no publicada en el diario oficial).

<sup>9</sup> Informe de evaluación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, de 20 de diciembre de 2006, de la Directiva sobre Acuerdos de Garantía Financiera, COM (2006) 833 final (no publicado en el diario oficial).

De entre las excepciones a incorporar en las legislaciones nacionales, debemos destacar dos que afectarían a las situaciones de insolvencia:

En primer lugar, el reconocimiento de las cláusulas pactadas de liquidación bilateral anticipada por compensación, incluso en el caso de incoación de un procedimiento de insolvencia. Los Estados miembros debían asegurar que las cláusulas de liquidación por compensación pudieran surtir efecto aunque se hubiera iniciado un procedimiento de liquidación o se hubieran adoptado medidas de saneamiento, bien contra el beneficiario, bien contra el garante<sup>10</sup>. Este mecanismo, conocido en la práctica mercantil como «compensación contractual» o *netting*, consiste bien en liquidar, adelantando su vencimiento, todos los créditos y débitos no vencidos contraídos con una contraparte mediante una única obligación de pago (compensación de pago), bien en sustituirlos por una nueva obligación o derecho (compensación de novación), exigible inmediatamente. Ambas modalidades reducen los riesgos de crédito y liquidez de las entidades financieras<sup>11</sup> y mejoran, en consecuencia, su eficiencia<sup>12</sup>. No obstante, en algunos Estados miembros regía la norma general de prohibir la compensación ante la declaración de insolvencia de una de las partes, lo que dañaba la confianza de los operadores del mercado. Situación a la que se quiso hacer frente mediante la imposición legal, vía derecho comunitario, de unos mayores niveles de protección jurídica para estas operaciones.

Y en segundo lugar, los Estados quedaban obligados a limitar la aplicación de las disposiciones de carácter rescisorio. Un acuerdo de garantía financiera y la propia garantía financiera prestada no podrían declararse nulos ni quedar rescindidos<sup>13</sup> por la única razón de que el acuerdo hubiera cobrado existencia o que la garantía financiera hubiera sido prestada en un periodo de tiempo sospechoso anterior a la apertura de un procedimiento de liquidación o de saneamiento<sup>14</sup>,

<sup>10</sup> Artículo 7 de la Directiva 2002/47/CE.

<sup>11</sup> Fue la Directiva 96/10/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de marzo de 1996, la que modificó la Directiva 89/647/CEE en lo que se refiere al reconocimiento por las autoridades competentes de la compensación contractual (Diario Oficial de las Comunidades Europeas de 3 de abril de 1996), la que propuso el reconocimiento de la compensación contractual por las autoridades supervisoras a efectos de determinar los requisitos de fondos propios en el sector bancario para ciertas operaciones sobre la base de importes netos y no brutos, siempre que existieran acuerdos jurídicamente vinculantes que, en el caso de que una de las contrapartes incurriera en una situación de impago, garantizaran que el riesgo de crédito se limitara al importe neto.

<sup>12</sup> Vid. ZUNZUNEGUI, F.: «Del *netting* a las garantías financieras», en *Themis, Revista de Derecho*, núm. 54, Lima, 2007, pág. 74.

<sup>13</sup> La directiva se refiere tanto a la rescisión como a la nulidad con la intención de dar cabida a la diversa naturaleza que presenta en los distintos ordenamientos jurídicos nacionales la ineficacia en caso de insolvencia (vid. LEÓN SANZ, F. J.: «El régimen de reintegración concursal de las garantías financieras», en *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 6, Cizur Menor, Navarra, 2005, pág. 355).

<sup>14</sup> En términos de nuestro sistema concursal, cuando se habla de «saneamiento» nos referimos a la apertura del concurso. Y por «liquidación» se entiende la apertura de la fase de liquidación. Se alude tanto al régimen general que prevé el derecho concursal como a las medidas administrativas de intervención previstas por los respectivos regímenes sectoriales para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (vid. ZUNZUNEGUI, F.: «Una aproximación a las garantías financieras (comentarios al capítulo segundo del Real Decreto Ley 5/2005)», en *Garantías reales mobiliarias en Europa*, coords. LAUROBA LACASA, M. E. y MARSAL GUILLAMET, J., Marcial Pons, Madrid, 2006, pág. 428).

o el mismo día de la apertura del procedimiento, pero con anterioridad a su resolución o, incluso, ese día con posterioridad si el beneficiario pudiera probar que no conocía ni podía haber conocido dicha apertura<sup>15</sup>.

Se hace necesario matizar en este momento que al hablar de garantía financiera prestada nos referimos no solamente a la garantía financiera originaria, sino también a las garantías financieras complementarias y las de sustitución o intercambio de la primera. En verdad, la directiva optó por reconocer también aquí la práctica ya consolidada en los mercados financieros de hacer uso de garantías financieras complementarias para gestionar el riesgo de crédito. Práctica que consiste en comparar periódicamente el valor actualizado de mercado de los riesgos u obligación principal garantizada con el de las garantías prestadas, para así determinar, con el objeto de restablecer su equilibrio, bien la necesidad de aportar nuevas garantías financieras, bien la devolución de un eventual excedente de garantía. Pues bien, este reconocimiento supuso la exigencia técnica de equiparar las garantías complementarias a las originarias, protegiéndolas de las normas nacionales que podían llegar a prescribir su nulidad automática, basándose en el momento de su aportación. De manera similar, se reconoció la equivalencia en la sustitución de los activos entregados como garantía financiera por otros de idéntico valor. Esto es, se admitió el principio de universalidad de las garantías financieras, en virtud del cual las garantías complementarias o de sustitución se tratarían como si hubieran sido aportadas en el momento en el que se aportaron las iniciales.

Con ambas excepciones se trataron, en definitiva, de proteger las garantías financieras de los posibles efectos que implicaría un procedimiento concursal, preservando a sus titulares frente a los efectos típicos de la declaración de insolvencia. Se escudó de esta manera la efectiva realización de las garantías financieras frente a una eventual declaración de ineficacia en caso de concurso, lo que probablemente contribuyó a la consecución de las anheladas eficacia e integración de los mercados financieros a nivel europeo, pero no sin ello provocar un cierto desajuste en el régimen general de garantías de algunos Estados miembros. Y, algo que nos preocupa especialmente en este trabajo, consintió que los acreedores beneficiarios del contrato de garantía adquirieran un estatus privilegiado frente a los demás acreedores de derecho común, atropellando el principio de igualdad en el tratamiento de todos ellos.

Pero nos planteamos todavía dos cuestiones adicionales cuya resolución consideramos fundamental a la hora de interpretar la norma: en primer lugar, debemos intentar delimitar quiénes son los sujetos beneficiarios y dadores de las garantías financieras a los que se refiere; y en segundo, precisar cuáles son los negocios jurídicos a los que se propone dar cobertura. Se plantea el problema del ámbito de aplicación de la directiva, tanto subjetivo como objetivo.

En relación con el ámbito subjetivo de la norma, decíamos que el origen del texto podíamos situarlo entre las medidas propuestas por la Comisión para la creación de un mercado financiero único de carácter mayorista, no para el tráfico mercantil en general, y menos aún para las obliga-

<sup>15</sup> Artículo 8 de la Directiva 2002/47/CE.



ciones civiles comunes<sup>16</sup>. Un origen muy ligado a la firmeza de los sistemas de pagos y de liquidación en las operaciones financieras propias de bancos, aseguradoras y empresas de inversión. De hecho, en las primeras etapas del proceso de creación de la norma existía un espíritu limitador, en virtud del cual se restringía su ámbito a organismos públicos, a bancos centrales, a las citadas entidades financieras, a grandes sociedades<sup>17</sup> y a otros participantes concretos en esos sistemas<sup>18</sup>, es decir, a los tradicionales actores de los mercados financieros mayoristas.

Pero el texto definitivo vino a sustituir la categoría de grandes sociedades por la de cualquier persona jurídica cuya contraparte fuera alguno de los otros sujetos, ampliando de una manera sustancial e inesperada el ámbito de aplicación *ratione personae*, si bien se ofrecía a los Estados miembros la posibilidad de excluir en el proceso de transposición de la directiva a estas personas jurídicas. Entendemos que ese cambio contiene mucha más significación de lo que a primera vista podría parecer, en la medida en que hace potencialmente extensible a todo tipo de sociedades un régimen privilegiado que tenía vocación de permanecer circunscrito al ámbito financiero y cuya justificación se apoyaba, entre otras, en razones de interés público (léase sortear una posible crisis de impagos en cascada que pudiera causar la ruptura del sistema financiero), lo que supone un alejamiento aún mayor del principio *par conditio creditorum*<sup>19</sup>.

No cabe duda de que la ampliación de los sujetos destinatarios contribuyó a la consecución de otro de los principales objetivos de la directiva, a saber, la mejora en la rentabilidad de los mercados financieros, resultante de la reducción del riesgo de crédito y, por tanto, del tipo de interés exigido en los contratos de financiación. En efecto, desde el momento en que se amplió el alcance de la norma para abarcar el concurso de todas las sociedades e incluso de las entidades colectivas sin forma societaria, las entidades financieras vieron cómo se reforzaban las garantías recibidas de estos prestatarios, generalmente de menor calificación crediticia, y por lo tanto sus expectativas de reembolso de los préstamos que les concedieran, lo que derivó en una rebaja de tipos aún más significativa, facilitándoles el acceso al crédito en condiciones más favorables.

No obstante, el mayor peso que cobra este objetivo de eficacia provoca necesariamente un desbalance en perjuicio de otro fin no menos importante: la seguridad del resto de los acreedores en procedimientos concursales llevados a cabo tanto contra el garante como contra el beneficiario de la garantía. Un precio conscientemente asumido por el regulador que, como decíamos, se

<sup>16</sup> Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Algunos aspectos de la directiva sobre garantías financieras en relación con el derecho español de los mercados de valores», en *Historia de la Propiedad. Crédito y Garantía. V Encuentro Interdisciplinar*, Salamanca, 31 de mayo-2 de junio de 2006, coords. DE DIOS, S.; INFANTE MIGUEL-MOTTA, J.; ROBLEDO HERNÁNDEZ, R. y TORIJANO PÉREZ, E.: *Servicio de Estudios del Colegio de Registradores*, Madrid, 2007, pág. 608; y en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, editorial Civitas, Madrid, 2008, pág. 1.249.

<sup>17</sup> Que contaran con un capital social de al menos cien millones de euros o con unos activos de mil millones de euros.

<sup>18</sup> Contrapartes centrales, agentes de liquidación y cámaras de compensación, conforme se definen en el artículo 2 de la Directiva 98/26/CE.

<sup>19</sup> En este mismo sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Algunos aspectos...», *op. cit.*, págs. 616 y 1.257.

justifica además por el deseo de reducir el riesgo sistémico, el de contagio en caso de incumplimiento de uno de los operadores.

Desde nuestro punto de vista, esta última justificación sería perfectamente plausible si el ámbito de aplicación subjetivo de la directiva hubiera quedado restringido a las entidades financieras operantes en los mercados mayoristas, es decir, a las que potencialmente pudieran desencadenar una crisis por contagio en la que los impagos en cascada llevarían a la ruptura del sistema<sup>20</sup>. Pero la ampliación de los sujetos ya no puede apoyarse en razones de interés general. Más bien al contrario, representa un trato de favor difícilmente justificable que da lugar tanto a nuevos acreedores privilegiados como a un mayor número de operaciones protegidas de entre las celebradas por las entidades financieras.

El ámbito de aplicación objetivo, por su parte, viene integrado por los acuerdos sobre garantías y por las propias garantías. El texto comunitario dispone, en primer lugar, que será de aplicación a los acuerdos de garantía financiera cuyos beneficiarios y garantes sean alguno de los enumerados anteriormente al referirnos al ámbito subjetivo. En efecto, ya desde las versiones previas al texto definitivo, el ámbito objetivo de aplicación fue delimitado con referencia a sus destinatarios<sup>21</sup>, por lo que la sorprendente expansión de aquellos sujetos a la que nos referíamos más arriba no se verá atemperada por esta vía, más al contrario, su imprecisión dejará abiertas las puertas a la protección de un amplio catálogo de negocios jurídicos. Y en segundo lugar, el texto se declara también aplicable, además de a los acuerdos de garantía financiera, a las propias garantías financieras prestadas, consistentes en efectivo o en instrumentos financieros<sup>22</sup>.

Aunque la directiva insiste en mencionar separadamente los acuerdos de garantía financiera y las garantías financieras, no hace ningún esfuerzo en explicar la distinción entre ambos. Es otra ambigüedad añadida que ha suscitado la duda de si el acuerdo de garantía financiera se refiere al contrato constitutivo y la garantía financiera a la aportación, o si con el primero se refiere al acuerdo marco, en su caso, siendo la segunda un acuerdo singularizado de este<sup>23</sup>. Pensamos que para resolver esta cuestión conviene recordar el origen de la directiva, pues este es uno de los múltiples aspectos en los que se deja notar la influencia que ejerció el sector en la formación de la norma

<sup>20</sup> Algunos autores consideran incluso que el riesgo sistémico podría acotarse aún más, identificándolo solamente con el sector bancario, dado que la quiebra de otras entidades financieras no supondría necesariamente una amenaza para el sistema, al no implicar una retirada masiva de depósitos (vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «La protección del inversor y el fondo de garantía de inversiones», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 75, Valladolid, 1999, págs. 111 y ss.).

<sup>21</sup> Vid. CANDIAN, A.: «La Directiva núm. 2002/47 en materia de garantías financieras: ¿el futuro de las garantías reales mobiliarias en Europa?», en *Garantías reales mobiliarias en Europa*, coords. LAUROBA LACASA, M. E. y MARSAL GUILLAMET, J., Marcial Pons, Madrid, 2006, pág. 232.

<sup>22</sup> O en derechos de crédito, tras las modificaciones introducidas en 2009, que ampliaron su ámbito de aplicación. La directiva, en su redacción de 6 de junio de 2002, solamente incluía como posibles garantías financieras el efectivo y los instrumentos financieros, pero su modificación por la Directiva 2009/44/CE supuso la incorporación de los derechos de crédito, aunque con importantes limitaciones.

<sup>23</sup> Vid. CARRASCO PERERA, A.; CORDERO LOBATO, E. y MARÍN LÓPEZ, M. J.: *Tratado de los derechos de garantía*, tomo II, 2.ª edición, editorial Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2008, pág. 641.

europea. Los operadores en estos mercados mayoristas se apoyan habitualmente en la celebración de un contrato inicial (normalmente un contrato marco) en virtud del cual se obligan a «aportar» (constituir) posteriormente las garantías propiamente dichas. Así, integrando su terminología, los acuerdos de garantía financiera serían los contratos, cubiertos o no por un acuerdo marco, sobre los que se formalizan las garantías concretas. Y las garantías financieras se corresponderían con las entregas acordadas<sup>24</sup>.

Si nos fijamos ahora en las obligaciones financieras garantizadas, observamos que la norma se limita poco más que a exigir la condición de que estas den derecho a un pago en efectivo (pecuniarias) o a la entrega de instrumentos financieros (mobiliarias) en el marco de un acuerdo de garantía financiera, lo cual no nos clarifica mucho sobre el ámbito objetivo de aplicación. Después, con una indiscutible intención de generalidad, expone que puede tratarse de obligaciones tanto presentes como futuras; y reales, condicionales o posibles (todo ello, con la intención de abarcar las obligaciones nacidas de los más sofisticados contratos financieros). Prevé que el obligado y el garante sean personas distintas, observación poco novedosa. Y de una manera ciertamente ambigua manifiesta que pueden consistir en «obligaciones de una determinada categoría o clase», pero sin expresar a qué categorías o clases se refiere y, eso sí, «que surjan periódicamente»<sup>25</sup>. Esta última nota, la de la periodicidad, sí nos da una pista: se trataría de relaciones duraderas. Las que en nuestra opinión surgirían, con base en el espíritu de la norma, entre los operadores financieros típicos. Pero este extremo no se recoge explícitamente en el texto, por lo que se mantiene la incertidumbre sobre el alcance de su régimen.

Dada tanta vaguedad en torno a los negocios jurídicos garantizados, parece que la respuesta haya de buscarse en los propios acuerdos de garantía financiera<sup>26</sup>, pues lo que sí procura dejar claro la norma, al menos en su parte dispositiva, es que las obligaciones financieras garantizadas (o principales, como gusta en llamarlas) han de estarlo en el marco de un acuerdo de ese tipo. Y lo hace de una manera ciertamente amplia al dejar abierto el ámbito de protección a «operaciones financieras de todo tipo»<sup>27</sup>, concepto este que entendemos deberá ser acotado por las respectivas legislaciones nacionales.

## 1.2. La interpretación amplia en la transposición al ordenamiento jurídico español

Es verdad que con frecuencia las normas legales comunitarias no destacan por la precisión de su terminología. Algo que parece ser intencionado y tener una justificación de tipo práctico:

<sup>24</sup> Vid. DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S.: «Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas», en *La Ley: revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, núm. 6.240, Madrid, 27 de abril de 2005, págs. 1908-1920.

<sup>25</sup> Artículo 2.1 f) de la Directiva 2002/47/CE.

<sup>26</sup> Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Algunos aspectos...», *op. cit.*, págs. 613 y 1.254.

<sup>27</sup> Considerando 14 de la Directiva 2002/47/CE.

impedir que el uso de definiciones técnicamente precisas y minuciosas pueda dar origen a dificultades interpretativas o incluso a colisiones imprevistas con los derechos nacionales. Esta táctica cobró un especial sentido en la directiva que nos ocupa<sup>28</sup>, caracterizada por tratar un asunto señaladamente sensible en el ámbito financiero y por el fuerte impacto jurídico que la reforma representaría en un sector regulado de una manera tan dispar en los distintos Estados.

A pesar de estas cautelas, nos encontramos ante una directiva que, debido probablemente a su complejidad técnica, pero también a la imprecisión de sus traducciones y, en nuestro caso, a una transposición que en ocasiones se ha quedado en mera transcripción, ha dado lugar a una norma nacional realmente confusa y con algunos resultados en nuestra opinión tan accidentales como trascendentes. Resultados que traspasan con creces el espíritu de la norma europea y que nos resistimos a aceptar que tengan su origen en una pretendida ampliación de su alcance por parte del legislador español.

Comencemos recordando que la Directiva 2002/47/CE ofrece a los Estados miembros la posibilidad de realizar, a la hora de transponerla, ciertas exclusiones en su ámbito de aplicación. El artículo 1.3 contiene una de esas cláusulas de exención (*opting out*) en virtud de la cual los legisladores nacionales podían reducir el campo de aplicación de la directiva apartando aquellos acuerdos de garantía financiera en los que una de las partes fuera una persona jurídica distinta de las instituciones y entidades financieras enumeradas más arriba. No obstante, la tendencia general de los países europeos fue la de no hacer uso de esta facultad<sup>29</sup>, con la finalidad de atribuir una

<sup>28</sup> Vid. CANDIAN, A., *op. cit.*, pág. 232.

<sup>29</sup> Solamente Austria hizo uso de esta cláusula en su pleno sentido. Otros tres países la aplicaron parcialmente: Suecia (que limitó la pignoración de activos a favor de las entidades financieras), República Checa (que incluyó únicamente a las empresas de cierta dimensión y exigió en determinados supuestos que una de las partes fuera una entidad de crédito) y Eslovenia (que, del mismo modo, solo incluyó las grandes sociedades). Por el contrario, un buen grupo de Estados miembros extendió el ámbito de aplicación a las personas jurídicas en términos muy similares a los propuestos por la directiva. Se trata de los Países Bajos (que únicamente excluyeron a las personas físicas que no ejercían el comercio), Polonia, Grecia, Portugal, Irlanda, Eslovaquia, Lituania, Letonia, Chipre y Malta. Alemania y Francia expanden el ámbito a supuestos no contemplados en la directiva, a la vez que incorporan alguna limitación. En el caso de Alemania se incluyen incluso las operaciones entre sociedades, que la versión alemana de la norma europea define como aquellas distintas de las personas físicas, los comerciantes individuales y las sociedades personalistas (*«andere als natürliche Personen sowie Einzelkaufleute und Personengesellschaften»*), figuras pertenecientes al derecho civil y mercantil alemán). No obstante, si el garante es una sociedad, el régimen de garantías financieras solamente es aplicable en la cobertura de ciertas obligaciones, entre las que no se encuentran los préstamos de dinero recibidos a largo plazo (vid. LÖBER, K. M.: «The German Implementation of the EC Directive on Financial Collateral Arrangements», en *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 20, issue 2, Londres, 2005, pág. 74). Francia excluyó a las personas jurídicas, pero a la vez mantuvo los mecanismos privilegiados ya previstos en su normativa de insolvencia para las sociedades cuando las garantías aportadas, en el curso de operaciones con entidades públicas o financieras, consistieran en instrumentos financieros (vid. TERRET, M. E.: «Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières», en *Bulletin de la Banque de France*, núm. 137, París, 2005, pág. 50; y exposición de motivos de la «Loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171, du 24 février 2005, simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière»). El resto de Estados (Reino Unido, Italia, España, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo y Estonia) ampliaron el ámbito *ratione personae* de la directiva, haciéndolo extensivo a entidades no mencionadas en la misma. Destacan las transposiciones de Bélgica y Estonia,

mayor capacidad competitiva a sus empresas y de no perjudicar comparativamente los mercados financieros nacionales, haciéndolos menos atractivos para las grandes operaciones domésticas e internacionales y dando lugar a una fuga de contratos por razones de arbitraje regulatorio. A esta tendencia se sumó España, que desechó tal facultad en el momento de la transposición a derecho interno. Más aún, nuestra legislación nacional llegó a ampliar aquel ámbito mediante la incorporación de algunos elementos no previstos en la norma europea.

Fue el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad y para la Mejora de la Contratación Pública<sup>30</sup>, la norma que incorporó al ordenamiento jurídico español el nuevo régimen de garantías financieras. Dentro del Título I, consagrado a los mercados financieros, les dedica a estas garantías su Capítulo II, en el que también trata los acuerdos de compensación contractual<sup>31</sup>, aprovechando la ocasión para intentar ordenar y sistematizar el régimen de unas y otros.

Retomemos la cuestión del ámbito subjetivo de aplicación, pero centrándonos ahora en la norma de transposición. Según adelanta la exposición de motivos, se parte de la exigencia de que una de las partes sea una entidad financiera sujeta a autorización y supervisión pública (entidad de crédito, de seguros o de valores), para permitir posteriormente que intervenga con carácter general cualquier persona jurídica. Efectivamente, se extiende el nuevo régimen más allá de las operaciones entre entidades financieras o entre estas y las instituciones o bancos centrales implicados en los mercados mayoristas. Se abarcan las operaciones celebradas por las entidades financieras con otras personas jurídicas, entre las que pueden encontrarse grandes empresas que actúan como operadores típicos de estos mercados, pero también cualquier otra persona jurídica que no tenga más relación con la entidad financiera que la derivada de la celebración de un contrato tradicional

---

que lo extendieron a las personas físicas, aunque con alguna limitación (*vid.* VERECKEN, M. y KIERSZENBAUM, S.: «Implementation of the Financial Collateral Directive in Belgium», en *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 20, issue 5, Londres, 2005, pág. 224). El Reino Unido, así como Dinamarca y Luxemburgo, incluyó las garantías entre personas jurídicas (*vid.* HO, L. CH., «The Financial Collateral Directive's Practice in England», en *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 26, issue 4, Londres, 2011, pág. 152; y TURING, D. y LESTER, K.: «Implementation of the EU Directive on Financial Collateral Arrangements in the United Kingdom», en *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 20, issue 2, Londres, 2005, pág. 68), e Italia incorporó algunas figuras asociativas. Especial referencia merece Hungría, que formalmente solo amplió el ámbito de aplicación a las personas jurídicas, pero su normativa anterior a la transposición ya recogía la protección estudiada, abarcando a toda persona física y jurídica. Como se deduce de este breve repaso, el ámbito subjetivo de aplicación resultante de la transposición difiere entre los distintos Estados, lo que de algún modo limita aquel objetivo armonizador (*vid.*, LÖBER, K. y KLIMA, E.: «The Implementation of Directive 2002/47 on Financial Collateral Arrangements», en *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 21, issue 4, Londres, 2006, pág. 203).

<sup>30</sup> BOE número 62, de 14 de marzo de 2005. Convalidado mediante Resolución del Congreso de los Diputados de 7 de abril de 2005 (BOE número 89, de 14 de abril de 2005).

<sup>31</sup> Los acuerdos de compensación contractual tienen naturaleza jurídica de contratos, en el sentido del artículo 1.254 del Código Civil, puesto que las partes consienten en someter otras relaciones en las que también son parte a un régimen en virtud del cual, en el momento del vencimiento del contrato, se creará una única obligación de pago por el importe neto resultante de la liquidación de aquellas relaciones.

de financiación, de seguro o de valores, propio de la actividad corriente de esta. Esto es, se estaría escapando el ámbito de aplicación subjetivo de aquel escenario inicial que, circunscrito únicamente a los mercados financieros al por mayor, intentaba dotar a las garantías financieras de la seguridad jurídica necesaria para preservar en último término la estabilidad del sistema financiero ante un posible efecto contagio en caso de incumplimiento de alguno de los actores mayoristas.

Más aún, el real decreto ley extiende incluso a las personas físicas su ámbito de aplicación. En primer lugar, refiriéndose únicamente a los acuerdos de garantía financiera y solamente para aquellos casos en los que la contraparte sea una entidad gestora de los sistemas compensación y liquidación de valores u otros instrumentos derivados. Esta cuestión no nos inquieta en tanto que consideramos que se encuentra plenamente justificada por la necesaria firmeza de las transacciones formalizadas en el marco de esos sistemas, algo que aparece implícitamente reconocido por la propia Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, tanto en su artículo 71.5 como en la disposición adicional segunda<sup>32</sup>. Y en segundo lugar, extiende su aplicación a las personas físicas, con carácter general, en la celebración de acuerdos de compensación contractual. Como decíamos, el real decreto ley regula también los acuerdos de compensación contractual de carácter financiero con la intención de ordenar y sistematizar su régimen. Pues bien, a la hora de delimitar los sujetos a los que es aplicable, manifiesta que «por lo que concierne a los acuerdos de compensación contractual, cabe que una de las partes pueda ser persona física».

Nos cuesta comprender, tras la inserción de este último precepto, cuál era la intención del legislador a la hora de orquestar el ámbito de aplicación *ratione personae*. Hasta aquí nos había quedado claro que el real decreto ley había optado por una interpretación amplia en la transposición al ordenamiento jurídico español, incluyendo en el ámbito de aplicación a toda persona jurídica, siempre que su contraparte fuera una entidad financiera, un banco central o alguna de las entidades encargadas de la gestión de estos mercados. Y que había ido un poco más allá incluyendo las personas físicas, aunque solo cuando la contraparte fuera una de esas entidades gestoras de los sistemas. Pero con la incorporación ahora de las personas físicas, sin ninguna limitación expresa, en lo que atañe a los acuerdos de compensación contractual, nos surge una dificultad. Cuando el artículo quinto de la norma describe el contenido de este tipo de acuerdos, se refiere a una serie de operaciones financieras que engloba, entre otros, los acuerdos de garantía financiera. Parece un poco confuso que, por una parte, restrinja la protección de los contratos de garantía financiera en las que intervenga una persona física, exigiendo el cumplimiento de unos requisitos muy particulares, y que, al mismo tiempo, la extienda con carácter general a toda operación

<sup>32</sup> En su apartado 2, letra g, la disposición reconoce el estatus de legislación especial a la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores (BOE número 272, de 13 de noviembre de 1999). Dicha ley, que incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva 98/26/CE, asegura la validez y eficacia de las operaciones de compensación y liquidación que se realizan en estos sistemas, así como de las garantías prestadas por sus participantes, protegiéndolas de los efectos de la insolvencia, al considerar que se deben «reducir los riesgos jurídicos que lleva aparejada la participación en sistemas de pagos y de liquidación de valores, sobre todo en lo que se refiere a la firmeza de las liquidaciones, la validez legal de los acuerdos de compensación y la exigibilidad jurídica de las garantías aportadas por los participantes para responder de sus obligaciones».

financiera (incluidas las de garantía) contratada por una persona física en el marco de un acuerdo de compensación contractual. Entendemos que esta antinomia debe resolverse sin más aplicando el principio de especialidad, de modo que el precepto especial relativo a los acuerdos de garantía financiera prevalece sobre el general (*lex specialis derogat generali*)<sup>33</sup>. La redacción del precepto comentado, no obstante, se muestra mejorable. Y nuestra duda inicial sigue sin resolverse: ¿por qué despliega el legislador buena parte de este régimen privilegiado a casi todo acuerdo de compensación (excepción hecha de los de garantía financiera, según acabamos de interpretar) en el que una de las partes sea una persona física?

Precisamente, esta incorporación de los acuerdos de compensación contractual en el texto nos incita a adentrarnos en este momento en el dilatado terreno del ámbito de aplicación objetivo del nuevo régimen. De por sí, el tratamiento de estos acuerdos por la norma de transposición, haciéndoles extensiva gran parte del cuerpo dispositivo, ya supone rebasar los límites contemplados en la directiva. No se entiende muy bien por qué el legislador estimó necesario ocuparse aquí de esta figura, ya regulada por la Ley 41/1999, sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, que transpone la Directiva 98/26/CE, sobre la Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores. Salvo que su intención fuera precisamente la de expandir un régimen que estaba limitado a las operaciones de compensación y liquidación celebradas en el marco de los sistemas regulados a un abanico más amplio de contratos.

La directiva que nos ocupa, la de las garantías financieras, no es precisamente un ejemplo de claridad a la hora de delimitar su ámbito objetivo de aplicación, tal y como ya hemos observado. Al margen de la intencionada imprecisión a la que nos referíamos al principio de este epígrafe, se suman algunas deficiencias técnicas que se trasladan a la norma de transposición. Algunas de esas deficiencias tienen que ver con la terminología utilizada por el legislador y con su traducción a nuestro idioma. El léxico utilizado en la norma europea, en su versión inglesa, que fue la discutida durante su proceso de formación, se inspiró en el lenguaje utilizado por quienes operan en estos mercados, claramente recogido y definido por la profesión en los acuerdos marco habitualmente manejados<sup>34</sup>, pero que no deja de ser una jerga delicada.

<sup>33</sup> Distinta postura defiende ZUNZUNEGUI, en cuya opinión «siempre que un acuerdo de garantía financiera se realice en el marco de un acuerdo de compensación contractual, cabe que una de las partes –hay que suponer que habitualmente será el deudor– pueda ser una persona física. Es un sistema abierto que mediante el uso de acuerdos de compensación contractual puede extender el uso de las garantías financieras a todo tipo de clientes e inversores, incluidas las personas físicas» (vid. ZUNZUNEGUI, F.: «Del netting...», *op. cit.*, pág. 77).

<sup>34</sup> En el ámbito internacional destacan los modelos de contrato marco de operaciones financieras de garantía desarrollados por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA), la International Capital Market Association (ICMA) y la International Securities Lending Association (ISLA). En nuestro país, la Asociación Española de Banca (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) ofrecen también modelos normalizados para estos acuerdos (vid. HORMAECHEA ALONSO, J.: «Algunas cuestiones en torno a las garantías financieras del Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, tras su primer lustro de vigencia», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 124, Valladolid, 2011, págs. 155 y 160; y ZUNZUNEGUI, F.: «Negociación de swaps por cuenta propia», en *Derecho Bancario y Bursátil*, dir. ZUNZUNEGUI, F., 2.ª edición, editorial Colex, Madrid, 2012, pág. 669).

Una de las expresiones más cuestionables y que quizá haya cambiado radicalmente el alcance del ámbito de aplicación en más de un Estado ha sido la contenida en la definición ya comentada de obligación financiera principal. La norma la define como aquella obligación (garantizada mediante un acuerdo de garantía financiera) que dé «derecho a un pago en efectivo o a la entrega de instrumentos financieros». La versión en inglés de la directiva utiliza la expresión «*a right to cash settlement and/or delivery of financial instruments*». Y «*cash settlement*» no significa en aquellos ámbitos «pago en efectivo», sino «liquidación por diferencias»<sup>35</sup>. Es decir, se refiere al procedimiento de liquidación previsto en ciertos contratos sobre instrumentos financieros (futuros, opciones...) en virtud del cual en el momento del vencimiento no se entregan físicamente los activos a cambio de dinero, sino un importe en efectivo que salda las posiciones. Así, una traducción más coherente con los objetivos de la norma podría haber sido «derecho a una liquidación por diferencias y/o a la entrega de instrumentos financieros». Pero se ha traducido en los términos indicados, desliz que observamos también en las versiones de otros idiomas<sup>36</sup>. Y la redacción del precepto no deja mucho margen para la interpretación: entran dentro del ámbito de aplicación las obligaciones garantizadas en el marco de un acuerdo de garantía financiera que den derecho a un pago en efectivo, lo que incluiría cualquier operación de financiación tradicional, de seguros o de valores que cumpliera el resto de requisitos. Resultado que presumimos accidental, pues este no era el propósito de la norma, que, a la vista de los considerandos y de los documentos que le dieron origen, pretendía crear un régimen comunitario de garantías para el mercado mayorista de servicios financieros y no para cubrir un abanico casi inagotable de operaciones minoristas.

El real decreto ley transcribe textualmente la definición de obligación financiera principal propuesta por la norma comunitaria en su versión española por lo que, a diferencia de algún otro país<sup>37</sup>, mantiene esta interpretación amplia. Y al igual que la directiva, muestra una clara intención de generalidad, incluyendo obligaciones de todo tipo (presentes, futuras y condicionales; propias o de terceros; periódicas) para abarcar las obligaciones nacidas de cualquier contrato financiero. Llama la atención que uno de los elementos principales en la definición de estas obligaciones sea precisamente el hecho externo de estar garantizadas mediante un acuerdo de garantía financiera<sup>38</sup>. Pero, curiosamente, los acuerdos de garantía financiera tampoco aparecen definidos de una

<sup>35</sup> Vid. DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., *op. cit.*, págs. 1908-1920.

<sup>36</sup> Por ejemplo, la versión francesa de la directiva, al igual que la española, cambia el sentido de la expresión inglesa, traduciéndola como «*droit à un règlement en espèces et/ou à la livraison d'instruments financiers*». Del mismo modo la italiana, «*diritto a un pagamento in contanti e/o alla fornitura di strumenti finanziari*»; la portuguesa, «*direito a uma liquidação em numerário e/ou à entrega de instrumentos financeiros*»; y la alemana, «*Recht auf Barzahlung und/oder Lieferung von Finanzinstrumenten begründen*».

<sup>37</sup> Por ejemplo, Alemania subsanó la redacción de la directiva a la hora de transponerla a su ordenamiento jurídico de modo que, para los supuestos en los que el garante fuera una sociedad, restringió la definición de obligación a los contratos de compraventa de instrumentos financieros; a las operaciones de recompra, los préstamos de valores y las operaciones similares sobre instrumentos financieros (derivados, etc.); y a los préstamos para la adquisición de activos financieros (*vid.* LÖBER, K. M.: «The German Implementation...», *op. cit.*, pág. 74).

<sup>38</sup> Vid. DE CASTRO ARAGONÉS, J. M. y FERNÁNDEZ SEJO, J. M.: «Los créditos de entidades financieras en la Ley Concursal: reformas, contrarreformas y chapuzas legislativas (a propósito del RDL 5/2005, de 11 de marzo, sobre refor-



forma incontestable, ni en la directiva ni en el real decreto ley. En la norma europea, se introduce en la definición el término definido y se señalan dos modalidades, con cambio de titularidad y de carácter prendario. En la norma española, sencillamente se describen ambos tipos.

Por lo tanto, dada esta laxitud a la hora de delimitar las obligaciones garantizadas, dada la ausencia de una definición patente de acuerdo de garantía financiera en nuestro ordenamiento jurídico, y dado que la *datio rei* puede consistir en dinero, en instrumentos financieros o en derechos de crédito (los dos primeros, sobre todo, entendidos en términos realmente amplios)<sup>39</sup>, no nos queda más opción que concluir que el ámbito de aplicación *ratione materiae* del nuevo régimen es sobresalientemente amplio. Quedarían bajo su cobertura prácticamente la totalidad de las garantías financieras, pignoraticias o con cambio de titularidad, suscritas por las personas comprendidas en el ámbito subjetivo de aplicación. A lo que hay que sumar los efectos de la delimitación expansiva ya comentada relativa a los acuerdos de compensación contractual financieros.

## 2. RÉGIMEN ANTERIOR Y CONCURSO DE ACREEDORES: LA DISPOSICIÓN ADICIONAL DÉCIMA DE LA LEY 37/1998, DE REFORMA DEL MERCADO DE VALORES

El extraordinario desarrollo que la contratación de instrumentos financieros derivados<sup>40</sup> experimentó durante las últimas décadas a nivel internacional planteó nuevos retos para el legislador español que, ante las iniciativas legislativas que se estaban llevando a cabo en los sistemas legales de otros países de nuestro entorno, tuvo que reaccionar para evitar la pérdida de competitividad de nuestro sector financiero. En respuesta, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores<sup>41</sup>, previó ya en su primera redacción la creación de nuevos mercados secundarios oficiales (arts. 59 y 31), regulándose así dos años más tarde de su vigencia el mercado oficial de futuros y opciones<sup>42</sup>.

---

mas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública)», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 3, Madrid, 2005, pág. 29.

<sup>39</sup> Artículo 7 del Real Decreto Ley 5/2005.

<sup>40</sup> Los instrumentos financieros derivados se pueden definir como aquellos contratos cuyo valor se «deriva» del precio o cotización de otro activo (llamado activo subyacente), como por ejemplo el precio de una acción o de una divisa, la cotización de un índice bursátil, etc. (*vid.* BARRACHINA JUAN, E.: *Derecho del mercado de valores*, editorial Difusión Jurídica, Madrid, 2011, pág. 147).

<sup>41</sup> BOE número 181, de 29 de julio de 1988.

<sup>42</sup> Aunque fue en ese momento cuando estos mercados adquirieron la condición de mercados secundarios oficiales en virtud del ya derogado Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones (BOE número 310, de 27 de diciembre de 1991), ya existía anteriormente un tímido mercado de negociación de esos instrumentos financieros sobre deuda pública, surgido al amparo de la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 21 de marzo de 1989 (*vid.* BARRACHINA JUAN, E., *op. cit.*, pág. 270).

Un contrato de futuros suele definirse como aquel por el que las partes intervinientes se obligan respectivamente a comprar y vender activos en una fecha futura y a un precio acordados en el momento de la firma del contrato (*vid.*

No obstante, el sistema de retroacción de la quiebra previsto por el Código de Comercio, imperante hasta la entrada en vigor en septiembre de 2004 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal<sup>43</sup>, se mostraba incompatible con las exigencias de seguridad jurídica que los mercados de valores requerían para la contratación de operaciones financieras sobre instrumentos derivados en el marco de acuerdos de compensación contractual (*netting*).

Aunque la norma que reguló el mercado oficial de futuros y opciones dispuso un régimen de garantías<sup>44</sup> gestionado por las cámaras de compensación (sociedades rectoras), cuya intención era asegurar el cumplimiento de los contratos, no se reconoció ninguna medida destinada a limitar los efectos retroactivos del artículo 878.2 del Código de Comercio hasta la promulgación de la Ley 3/1994<sup>45</sup>, que introdujo un derecho absoluto de separación a favor de las sociedades rectoras respecto de las garantías constituidas, en caso de concurso de los clientes que las hubieran aportado. Privilegio que solo podía ser impugnado por los síndicos de la quiebra demostrando la existencia de fraude y que no estuvo libre de controversia<sup>46</sup>.

---

MADRID PARRA, A.: *Contratos y mercados de futuros y opciones*, editorial Tecnos, Madrid, 1994, pág. 18). No obstante, cuando al contrato de futuros le añadimos el adjetivo «financiero» no significa sencillamente que el objeto sobre el que recae sea un bien financiero, pues en estos casos a menudo la compraventa ya no es un elemento esencial, no se consiente en transmitir cosa por dinero, sino que las partes, con base en una compraventa teórica o imaginaria (de carácter instrumental, no esencial), consienten en la entrega de la diferencia que exista, en el momento del vencimiento del contrato, entre el precio de referencia de un activo (subyacente) convenido al contratar y su precio de mercado (vid. DE CONTRERAS Y VILCHES, A.: *El contrato de futuros financieros*, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 26 y ss.). Y mediante un contrato de opción una de las partes, el comprador de la opción, adquiere el derecho pero no la obligación de comprar (opción de compra) o vender (opción de venta) un determinado activo en un momento futuro por un precio prefijado. También en estos casos, cuando hablamos de opciones «financieras» es habitual que la operación se liquide por diferencias, evitándose la entrega de los activos y satisfaciendo el vendedor de la opción, en caso de ejercitarse por el comprador, la diferencia entre el precio fijado en el contrato y el de mercado (vid. VALPUESTA GASTAMINZA, E. M.: «Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones: algunos aspectos contractuales», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 76, Valladolid, 1999, pág. 42).

<sup>43</sup> BOE número 164, de 10 de julio de 2003.

<sup>44</sup> Artículos 17 a 19 del Real Decreto 1814/1991. Sobre el régimen de garantías establecido en estos mercados tras la reforma reglamentaria de 2011, vid. DÍAZ RUIZ, E.: «La contratación en los mercados de futuros y opciones españoles», en *Derecho Bancario y Bursátil*, dir. ZUNZUNEGUI, F., 2.ª edición, editorial Colex, Madrid, 2012, págs. 646 y ss.

<sup>45</sup> Disposición adicional séptima de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la Legislación Española en Materia de Entidades de Crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras Modificaciones Relativas al Sistema Financiero (BOE núm. 90, de 15 de abril de 1994).

<sup>46</sup> Una justificación del precepto la ofrece DÍAZ RUIZ, que entiende que este privilegio «es absolutamente necesario porque no trata de proteger en sí mismo el patrimonio de la sociedad rectora, permitiéndole mantener unos derechos por encima de los de otros acreedores (...) sino que protege la propia solidez y solvencia del mercado, pues no olvidemos que la sociedad rectora garantiza a todos el cumplimiento de todos los contratos, y esto solo lo puede hacer cuando el sistema de garantías establecido funcione correctamente y no lo hará si la sociedad rectora puede verse privada de las garantías constituidas en su favor por un miembro o cliente en situación concursal» (vid. DÍAZ RUIZ, E.: «El régimen de garantías en MEFF», en *Productos financieros derivados y mercados organizados: seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo del 15 al 19 de julio de 1996*, coords. DÍAZ RUIZ, E. y LARRAGA LÓPEZ, P., editorial Civitas, Madrid, 1997, pág. 112).

Pero aun así, esta especialidad todavía no era suficiente, pues iba únicamente encaminada a reducir el riesgo de insolvencia de las sociedades rectoras originado por posibles procesos concursales de los participantes en el mercado, con la finalidad última de dar seguridad al sistema<sup>47</sup>. Se mantenía, por tanto, la incertidumbre que envolvía la compensación contractual de instrumentos derivados, algo que preocupaba a las entidades financieras, y de una manera muy particular a las bancarias, tanto por razones de seguridad jurídica como contables<sup>48</sup>.

Hubo que esperar hasta la Ley 66/1997<sup>49</sup>, que, modificando la anterior, introdujo finalmente en nuestro derecho la regulación de los acuerdos de compensación contractual en el ámbito de la contratación de determinadas operaciones financieras, dotándolos de una especial protección frente al sistema de retroacción absoluta de la quiebra reconocido en el Código de Comercio. El impacto de este nuevo precepto fue además decisivo para disipar las dudas que en los ambientes financieros internacionales se mantenían respecto a la eficacia de la compensación a la hora de contratar con entidades españolas. Y ello fue así por dos razones fundamentales:

- En primer lugar, porque los acuerdos de compensación contractual sobre instrumentos derivados en los que una de las partes fuera una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión se hacían resistentes en situaciones concursales a los efectos retroactivos de artículo 878.2 del Código de Comercio. Se disponía en términos muy similares a los anteriormente comentados a favor de las sociedades rectoras que «(las) operaciones financieras o el acuerdo de compensación contractual que las regula solo podrán ser impugnados al amparo del párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre fraude en dicha contratación». Con este acto se generalizaba la protección a todas aquellas operaciones en las que interviniera una entidad crediticia o de servicios de inversión, sin necesidad de que apareciera interpuesta una cámara de compensación en la celebración de los contratos, es decir, se extendía a las operaciones suscritas fuera de los mercados organizados. Y con la única condición objetiva de que el acuerdo contemplara la creación de una única obligación jurídica por el saldo neto de todas las operaciones en caso de vencimiento anticipado.
- Y en segundo lugar, porque se reconocía expresamente la validez de la resolución o vencimiento anticipado, en escenarios de insolvencia, de los contratos de derivados

<sup>47</sup> Vid. DE CONTRERAS Y VILCHES, A.: «Las garantías del contrato de futuros financieros», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 89, Valladolid, 2003, pág. 184.

<sup>48</sup> La normativa sobre requerimientos de recursos propios de las entidades de crédito les permite determinar sus necesidades de capital para la cobertura del riesgo contraparte con base en el importe neto cuando existan acuerdos de compensación contractual en los que no existan dudas legales sobre la efectividad de la compensación de los derechos y obligaciones recíprocos en situaciones de insolvencia (Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, normas 76 y 77).

<sup>49</sup> Disposición adicional cuadragésima primera de la Ley 66/1997, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (BOE número 313, de 31 de diciembre de 1997).

pactados en el marco de estos acuerdos. Se daba así por innecesario al debate que se había abierto sobre si debía interpretarse que la quiebra y la liquidación afectaban en este tipo de negocios al consentimiento<sup>50</sup>, requisito esencial para la validez del contrato, al alterarse el elemento de la identidad de la contraparte, justificando en consecuencia su resolución. Ya no era necesario ese esfuerzo interpretativo y se ampliaba además su validez a otras figuras cercanas, como la suspensión de pagos, la administración, la intervención o el concurso de acreedores.

Todo este régimen fue recogido textualmente por la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, de Reforma del Mercado de Valores<sup>51</sup>, precepto a su vez modificado por la llamada Ley Financiera<sup>52</sup>. A nuestro entender, la mayor aportación de esta última modificación tuvo que ver con el ámbito objetivo de la disposición. Hasta ese momento, las operaciones financieras que quedaban dentro de su campo de aplicación eran las que recaían sobre instrumentos derivados (futuros, opciones, permutas financieras o *swaps*<sup>53</sup>, operaciones de tipos de interés a plazo o *FRAs*, compraventas de divisas y otros de naturaleza similar). Pero tras la reforma, se extendió a otros tipos de operaciones, más allá de esos instrumentos, quedando englobadas figuras como las operaciones dobles y con pacto de recompra<sup>54</sup>, los préstamos de valores y las operaciones con finalidad de garantía<sup>55</sup>. Estas últimas, las garantías, son las que ocupan el centro de nuestro interés.

<sup>50</sup> Vid. IGLESIAS PRADA, J. L. y MASSAGUER FUENTES, J.: «Acercas de determinados efectos de los acuerdos de compensación contractual o acuerdos de «netting»», en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 231, Madrid, 1999, pág. 140.

<sup>51</sup> Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE número 275, de 17 de noviembre de 1998).

<sup>52</sup> Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE número 281, de 23 de noviembre de 2002).

<sup>53</sup> Las permutas financieras o *swaps* pueden definirse como los contratos bilaterales en los que las partes acuerdan intercambiar durante un cierto periodo de tiempo flujos monetarios calculados con base en unas referencias previamente establecidas. En el *swap* de tipos de interés, particularmente controvertido en el ámbito concursal, las partes intercambian los montantes periódicos de intereses que cada una de ellas pagaría por un mismo principal a tipos distintos de referencia (por ejemplo, un tipo de interés fijo del 3% a cambio de uno variable, Euribor a 6 meses más 0,75%), liquidando regularmente los saldos por diferencias mediante compensación (vid. RIBELLES ARELLANO, J. M.: «El contrato de *swaps* de tipos de interés», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 13, Madrid, 2010, pág. 337).

<sup>54</sup> Para ser precisos, el régimen especial privilegiado ya había sido extendido a estos dos contratos por la Ley 37/1998 (disp. adic. duodécima) y la Ley Financiera solo le da una mejor ordenación. Jurídicamente no existen diferencias sustanciales entre estas dos figuras, limitándose la distinción a cuestiones de índole meramente operativa. Así, la Ley 37/1998 las definía en términos muy similares: las operaciones dobles (o simultáneas), como aquellas en las que se contratan, al mismo tiempo, dos compraventas de sentido contrario sobre valores de idénticas características y por el mismo importe, pero con distinta fecha de ejecución; y las operaciones con pacto de recompra (o repos), como aquellas en las que el titular de los valores los vende y acuerda en ese momento la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal en una fecha determinada e intermedia entre la de venta y la de amortización. Haciendo abstracción de la forma jurídica, la función económica de ambas figuras es la de conceder un préstamo de dinero recibiendo en garantía valores, sobre los que se transmite temporalmente la propiedad.

<sup>55</sup> Merece la pena destacar las reflexiones que SÁNCHEZ ANDRÉS realiza sobre las dificultades suscitadas por la integración de nuevos conceptos en el ámbito del derecho del mercado de valores, tanto desde un punto de vista sustantivo como de

Parece que, cuando los redactores de la Ley Financiera decidieron atribuir a las garantías ese régimen especial más beneficioso en situaciones de insolvencia, estaban ya anticipándose a las exigencias de la Directiva 2002/47/CE, sobre Acuerdos de Garantía Financiera, publicada unos meses antes. De una parte, es bastante significativo que el artículo 16, el que modifica la disposición adicional décima de la Ley del Mercado de Valores, aplicable a las operaciones financieras que se realicen en el marco acuerdos de compensación contractual o en relación con ellos, se titule precisamente «Flexibilización del régimen de garantías». Se presenta claro el objetivo principal de los cambios introducidos. Y de otra, incluye algunos aspectos sustantivos fundamentales en la directiva: el reconocimiento de la compensación contractual exigible anticipadamente en relación con las garantías, en supuestos de insolvencia; la protección de las garantías frente al sistema de acciones rescisorias; y la atención a las garantías con transmisión de la propiedad, a las que denomina «cesiones en garantía»<sup>56</sup>.

Como declara la propia exposición de motivos de la Ley Financiera, se busca dotar de seguridad jurídica a los acuerdos de compensación contractual frente a las eventuales situaciones de quiebra. En la práctica mercantil, para respaldar esas operaciones las partes suelen convenir la constitución de garantías que cubren, día a día, sus posiciones netas, por lo que para que el régimen especial descrito sea realmente eficaz debe extenderse asimismo a las garantías que amparan el buen fin de las operaciones financieras desarrolladas en el marco de los acuerdos de compensación contractual.

### 3. LAS ESPECIALIDADES DE LOS ACUERDOS DE COMPENSACIÓN CONTRACTUAL Y LAS GARANTÍAS FINANCIERAS EN EL DERECHO CONCURSAL

La Ley Concursal continuó el camino iniciado de reconocer ciertas especialidades rescisorias en relación con los sistemas de pagos y compensación de valores e instrumentos derivados. Al regular en su artículo 71 las acciones de reintegración reconoció la inatacabilidad de los actos comprendidos en esos ámbitos. Además, a ello se sumaron los regímenes de excepción admitidos por su disposición adicional segunda.

Recordemos que la disposición adicional segunda de la Ley Concursal estableció que, en los concursos de entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, entidades aseguradoras, entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, se aplicarían las especialidades que para las situaciones concursales se hallaran establecidas en su legislación específica. E incluso antes de su entrada

---

su sistematización (vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 99, Valladolid, 2005, págs. 7 y ss.).

<sup>56</sup> Vid. GÓMEZ-JORDANA, I.: «Las garantías financieras como productos financieros derivados: una revisión de la reforma y sus efectos», en *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, coords. SÁNCHEZ CALERO, F. J. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., editorial Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2003, pág. 129.

en vigor, se le añadió a esta disposición un nuevo apartado, en virtud del cual el alcance de los regímenes especiales se hacía extensivo a aquellos supuestos en los que el concursado fuera la contraparte de las entidades mencionadas<sup>57</sup>.

Entre esa legislación especial, se incluyó la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, que como hemos indicado preveía la posibilidad de terminar anticipadamente las operaciones financieras y compensar las cantidades debidas en caso de insolvencia de una de las partes. Además, protegía estas operaciones, incluidas las garantías y las cesiones en garantía, celebradas en el marco de un acuerdo de compensación contractual, frente a las acciones rescisorias. Se trataba del reconocimiento por parte de la Ley Concursal de un régimen de excepción al principio *par conditio creditorum*.

Decíamos al principio de este capítulo, al referirnos a la directiva comunitaria relativa a los acuerdos de garantía financiera, que esta obligó a los Estados miembros a reconocer dos excepciones principales en sus legislaciones nacionales en materia de insolvencia. Una de ellas era el reconocimiento de las cláusulas contractuales de liquidación anticipada por compensación incluso en el caso de incoación de un procedimiento de insolvencia de cualquiera de las partes. La otra, la limitación de las disposiciones de tipo rescisorio. Pues bien, de la descripción que acabamos de presentar sobre la evolución de nuestra legislación en la materia que nos ocupa, se deduce que sobre el particular el legislador español, en esencia, ya se había anticipado a las exigencias europeas. No obstante, existían otras cuestiones de indudable trascendencia previstas por la norma comunitaria, especialmente en el ámbito del derecho civil<sup>58</sup>, que aconsejaron acometer una reforma en torno a las garantías financieras. Por otra parte, el régimen contemplado hasta ese momento se refería bien a las garantías financieras resultantes de las normas de los mercados secundarios o de los sistemas de compensación y liquidación, bien a las garantías vinculadas a acuerdos de compensación contractual. Pero no a aquellas que quedaran al margen de estos esquemas, por lo que era necesario incluirlas.

La reforma fue efectuada mediante el Real Decreto Ley 5/2005, al que nos hemos referido más arriba a la hora de intentar delimitar el ámbito de aplicación resultante de la transposición de la directiva. Ahora nos referimos al estatuto concursal particular que contempla tanto para los acuerdos de compensación (art. 16) como para las garantías financieras (art. 15).

### 3.1. Estatuto concursal de los acuerdos de compensación contractual

En lo que se refiere a los acuerdos de compensación, el Real Decreto Ley comienza disponiendo que «(la) declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente del acuerdo de compensación contractual o de las operaciones financieras rea-

<sup>57</sup> Disposición adicional tercera de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de Medidas de Reforma Económica (BOE núm. 271, de 12 de noviembre de 2003).

<sup>58</sup> Por ejemplo, la simplificación de formalidades, suprimiendo la exigencia de escritura pública para la constitución de la garantía pignoratícia; la posibilidad del deudor de sustituir la garantía; la apropiación del bien entregado en garantía en caso de ejecución; o la disposición del objeto de la garantía pignoratícia por parte del beneficiario, etc.

lizadas en el marco del mismo o en relación con él no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa. En caso de ejercicio de la acción resolutoria la indemnización prevista en el artículo 61.2 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, se calculará conforme a las reglas previstas en dicho acuerdo»<sup>59</sup>. Así, el precepto blindo estos contratos de una manera concluyente frente a los efectos de la declaración de insolvencia, salvaguardando la posibilidad de resolverlos o terminarlos anticipadamente<sup>60</sup>, lo que representa un supuesto de excepción al régimen general recogido en la Ley Concursal, que en principio solamente admite la resolución a iniciativa del concursado o de la administración concursal (art. 61.2) o por incumplimiento (art. 62), y dispone que «(se) tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes» (art. 61.3). Si bien la propia Ley da amparo a este supuesto especial al reconocer la extinción de los contratos en los casos de concurso o liquidación administrativa cuando otras leyes así expresamente lo permitan (art. 63.2).

Seguidamente, el real decreto ley reconoce el *neteo* de los créditos recíprocos. Nueva excepción, ahora a la prohibición de compensación en situaciones concursales<sup>61</sup>, que, aunque estaba bastante arraigada en nuestro sistema jurídico, no fue implantada explícitamente hasta la vigente norma concursal (art. 58). Fuera del ámbito concursal sí estaba reconocida la compensación legal en los artículos 1.195 a 1.202 del Código Civil, así como la judicial y la convencional<sup>62</sup>. En la esfera concursal la cuestión no había sido pacífica<sup>63</sup>. Un sector importante de la doctrina y

<sup>59</sup> Redacción dada por el artículo 2 de la Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, y el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad y para la Mejora de la Contratación Pública (BOE núm. 87, de 12 de abril de 2011). Con esta nueva redacción, en primer lugar se aclara que se refiere no solamente a la terminación de las operaciones financieras realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual, sino también a la terminación del propio acuerdo de compensación contractual; y en segundo lugar, se añade la referencia a la aplicación del artículo 61.2 de la Ley Concursal.

<sup>60</sup> Aunque la redacción original del apartado segundo parecía insinuar que declarado el concurso vencían anticipadamente de manera automática todas las operaciones amparadas en el acuerdo, tras la inclusión de un segundo párrafo en este apartado por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago (BOE núm. 275, de 14 de noviembre de 2010), se descartó esa interpretación, pues el nuevo párrafo previó expresamente la posibilidad de la vigencia de los acuerdos tras la declaración de concurso (*vid.* Seminario de jueces de mercantil de 21 de enero de 2010 y 1 de febrero de 2010, «Tratamiento concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros confirmados en el marco de un acuerdo de compensación contractual», en *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 20, Cizur Menor, Navarra, 2010, pág. 568). Dicho párrafo fue a su vez objeto de modificación por el artículo 2 de la Ley 7/2011.

<sup>61</sup> Se trata de una excepción relativa, puesto que, aunque el artículo 58 dicta la prohibición de la compensación de los créditos y deudas del concursado, reconoce seguidamente que la compensación cuyos requisitos (entendemos que los de los artículos 1.195 y 1.196 del Código Civil) hubieran existido con anterioridad a la declaración producirá sus efectos. Sobre este asunto volveremos más adelante.

<sup>62</sup> *Vid.* JIMÉNEZ MANCHA, J. C.: *La compensación de créditos*, Edersa, Madrid, 1999, pág. 35.

<sup>63</sup> *Vid.* ALBALADEJO CAMPOY, M. A.: «La prohibición de compensación de créditos en los concursos de acreedores», en *Diario La Ley*, núm. 7.653, Madrid, 16 de junio de 2011, pág. 7; y HUALDE LÓPEZ, I.: «La eficacia de la compensación en la fase de liquidación del concurso», en *Diario La Ley*, núm. 7.053, Madrid, 11 de noviembre de 2008, pág. 1.

de la jurisprudencia había entendido que la interdicción estaba justificada en cumplimiento del principio *par conditio creditorum* y por la indisponibilidad del patrimonio del concursado. Otro sector, en cambio, apoyaba la admisibilidad de la compensación convencional argumentando razones de lealtad y equidad<sup>64</sup>. En cualquier caso, en el ámbito de los acuerdos de compensación contractual, la norma estudiada legitima la compensación una vez declarado el concurso<sup>65</sup>, sobre todo por exigencias de la normativa comunitaria y de los mercados, que por influencia anglosajona conciben la compensación como una garantía<sup>66</sup> necesaria para el desarrollo de ciertas operaciones financieras, llegando incluso a veces a constituir su causa contractual<sup>67</sup>.

La norma especial ofrece después unas reglas tanto para los casos de resolución como los de vigencia de los acuerdos de compensación, referentes a las consecuencias jurídicas, que se integran en el régimen general previsto en la Ley Concursal (arts. 61.2 y 62.4)<sup>68</sup>.

Finalmente, establece que «(las) operaciones financieras o el acuerdo de compensación que las regula no podrán ser objeto de las acciones de reintegración que regula el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, salvo mediante acción ejercitada por la administración concursal en la que se demuestre perjuicio en dicha contratación» (art. 16.3). Tercera excepción, al sistema general de acciones rescisorias previsto en la Ley Concursal, aunque con un alcance parcial, así como a la legitimación activa para su ejercicio.

Si nos fijamos en este tercer apartado del artículo 16 y lo comparamos con la anterior redacción dada por la ahora derogada disposición adicional décima de la Ley de Reforma del Mercado de Valores, observamos que aparte de las oportunas adaptaciones terminológicas a la legislación vigente, sustituyendo la referencia al artículo 878 del Código de Comercio por el artículo 71 de

<sup>64</sup> A favor de la prohibición de la compensación de créditos, las Sentencias del Tribunal Supremo de 19 de diciembre de 1991, de 20 de mayo de 1993, al considerar que esta representa una violación de la igualdad de trato de los acreedores, y de 11 de julio de 2005. En contra de la prohibición, la Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de octubre de 1988, basándose en principios de justicia material.

<sup>65</sup> Vid. PEÑAS MOYANO, M. J.: «La compensación contractual financiera como regla general», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 8, Madrid, 2008, pág. 350.

<sup>66</sup> Vid. BERMEJO GUTIÉRREZ, N.: «Artículo 58. Prohibición de compensación», en *Comentario de la Ley Concursal*, tomo I, coords. BELTRÁN SÁNCHEZ, E. M.; CAMPUZANO LAGUILLO, A.B. y ROJO FERNÁNDEZ-RÍO A. J., editorial Civitas, Madrid, 2004, pág. 1.086; TIRADO MARTÍ, I.: «La compensación», en *Los problemas de la Ley Concursal. I Congreso Español de Derecho de la insolvencia (Gijón, 16 a 18 de abril de 2009)*, dir. BELTRÁN, E. y PRENDES, P., editorial Civitas, Madrid, 2009, pág. 125; y VILA FLORENSA, P.: «Artículo 58. Prohibición de compensación», en *Comentarios a la Ley Concursal*, tomo I, coords. SAGRERA TIZÓN, J. M.; SALA REIXACHS, A. y FERRER BARRIENDOS, A., editorial Bosch, Barcelona, 2004, pág. 620.

<sup>67</sup> Vid. CAÑABATE POZO, R.: «Compensación de créditos y entidades financieras en el concurso de acreedores», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 8, Madrid, 2008, pág. 359.

<sup>68</sup> Vid. OLIVENCIA RUIZ, M.: «Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya *swaps* de intereses», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 120, Valladolid, 2010, pág. 23.



la Ley 22/2003 y la mención a los síndicos de la quiebra por la administración concursal, ahora se ordena que se demuestre «perjuicio en la contratación», en lugar de «fraude en dicha contratación». La cuestión no es baladí.

La demostración de fraude para la impugnación suponía una excepción al espíritu de la Ley Concursal que podía desembocar en dificultades probatorias de carácter práctico y, por otra parte, no representaba ningún medio de impugnación adicional a los ya reconocidos en el Código Civil (acción revocatoria ordinaria o pauliana del artículo 1.111 y artículo 1.291.3). En cambio, la prueba de perjuicio en la contratación ya se aproxima más al régimen prescrito en la Ley Concursal, basado en el concepto de perjuicio patrimonial para la masa activa. Aun así, no resulta fácil delimitar el significado de la expresión «perjuicio en la contratación».

Volviendo al precepto. Hemos dicho que se trata de una excepción parcial al sistema general de acciones rescisorias. En efecto, si lo releemos cambiando el orden de las proposiciones que lo componen resulta decir que siempre que se demuestre perjuicio en la contratación, por la administración concursal, será de aplicación el artículo 71 de la Ley Concursal. Se mantiene a nuestro entender el sistema de acciones de reintegración y tan solo se modifican los requisitos para su aplicación<sup>69</sup>: el ejercicio por parte de la administración concursal, lo que supone excluir a los acreedores de la legitimación activa contemplada en el artículo 72 de la Ley Concursal; y la necesaria prueba de perjuicio en la contratación en lugar del perjuicio patrimonial (recordemos que en el régimen general este último puede estar eximido de prueba gracias al sistema de presunciones). Pero ¿en qué se diferencia el perjuicio en la contratación del perjuicio patrimonial?

En alguna ocasión se ha interpretado que el perjuicio en la contratación debe entenderse como perjuicio patrimonial para la masa activa, en cuyo caso quedaría vacía de sentido la parte final del precepto<sup>70</sup>. En otras, la doctrina ha entendido que la expresión «perjuicio en la contratación» representa un nuevo concepto jurídico diferente del perjuicio patrimonial o perjuicio para la masa activa utilizados por nuestro derecho concursal. Una posible lectura sostendría que la locución englobaría tanto el perjuicio patrimonial propiamente dicho como otras situaciones perjudiciales desde la perspectiva patrimonial derivadas de la contratación en sí misma, como las cláusulas abusivas, los vicios del consentimiento, el desequilibrio en las prestaciones, etc.<sup>71</sup>. Otra lectura, más acorde con los objetivos de la directiva comunitaria, consistiría en entender que el perjuicio en la contratación se daría cuando la operación no se hubiera realizado en condiciones de mercado<sup>72</sup>.

<sup>69</sup> Vid. IGLESIAS PRADA, J. L. y MASSAGUER FUENTES, J.: «Los efectos del concurso en relación con los acuerdos de compensación contractual», en *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 8, Cizur Menor, Navarra, 2006, pág. 570.

<sup>70</sup> Vid. PIÑEL LÓPEZ, E.: «La reintegración concursal y las operaciones financieras», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 8, Madrid, 2008, pág. 158.

<sup>71</sup> Vid. SANJUÁN Y MUÑOZ, E.: «Ingeniería financiera y derecho concursal», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 6, Madrid, 2007, pág. 257.

<sup>72</sup> Vid. DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., *op. cit.*, págs. 1.908-1.920.

Como veremos más adelante, la falta de precisión de su significado y la ambigüedad del precepto, seguramente provocadas por las comprensibles dificultades legislativas que entraña la inserción en un régimen preexistente de corte latino como el nuestro de cuestiones de origen anglosajón tan sensibles relacionadas con la disciplina de insolvencia, darán lugar a dudas interpretativas de difícil solución con la actual redacción.

## 2. Particularidades concursales de las garantías financieras

Según adelantábamos al referirnos a la Directiva sobre Acuerdos de Garantía Financiera, nuestro ordenamiento jurídico hubo de flexibilizar las disposiciones de carácter rescisorio en el ámbito de estos acuerdos para evitar su nulidad<sup>73</sup> automática y la de las garantías financieras aportadas por la única razón de que los primeros hubieran cobrado existencia o las segundas hubieran sido prestadas en un periodo de tiempo anterior a la apertura de un procedimiento concursal. Lo hizo mediante el artículo 15 del Real Decreto Ley 5/2005, que en sus tres primeros apartados casi transcribe los puntos uno a tres del artículo octavo de la norma comunitaria, modificándolos ligeramente para dar como resultado una redacción bastante confusa en la que llama la atención la falta de precisión de sus mandatos.

El primero de los apartados comienza asegurando la eficacia de los acuerdos y las garantías bajo la condición de que la apertura del concurso sea posterior a su respectiva formalización o aportación. Seguidamente, de una manera redundante, pues entendemos que este supuesto ya está incluido en lo anterior, confirma la eficacia de los acuerdos y garantías si dicha formalización o aportación se realiza en un periodo de tiempo determinado anterior a la apertura del procedimiento concursal, aunque sin concretar el alcance de ese «periodo de tiempo determinado». Y equipara al concurso la liquidación, pero también otras situaciones a las que se refiere mediante la añadidura oscura y sorprendentemente amplia de «la adopción de una resolución o de cualesquiera otras medidas o la concurrencia de otros acontecimientos en el transcurso de tales procedimientos». Entendemos que esta vaguedad se debe a la desacertada y negligente técnica de transcribir casi literalmente a nuestro sistema, sin abordar las oportunas adaptaciones, un precepto que en su origen europeo fue conscientemente impreciso con la intención de facilitar su posterior concreción en los distintos ordenamientos jurídicos nacionales.

En el apartado segundo confirma la validez de los acuerdos formalizados y las garantías aportadas incluso después de la declaración del concurso, pero solo si esta se ha producido el mismo día y el beneficiario prueba que no tenía ni debía tener conocimiento de ella. Importante excepción a nuestra disciplina concursal, pero seguramente más desde un punto de vista teórico que por sus efectos prácticos.

<sup>73</sup> En este contexto, no debe entenderse el término «nulidad» en el sentido que le da nuestro derecho como situación de invalidez de un acto jurídico derivada de un vicio constitutivo en su celebración. «Anular» significaría «rescindir», según se utiliza en el artículo 71 de la Ley Concursal (*vid.* LEÓN SANZ, F. J., *op. cit.*, pág. 358).

Seguidamente, el real decreto ley, con la intención de facilitar la aplicación de las nuevas técnicas ya comentadas, extendidas en los mercados financieros, que se apoyan en la prestación de garantías financieras complementarias y de sustitución o intercambio, equipara estos tipos de garantías a las originarias, protegiéndolas de su rescisión por razón del momento de aportación<sup>74</sup>. Recordemos que el artículo 71.3 de la Ley Concursal, en su apartado segundo, aunque admite prueba en contrario, presume el perjuicio patrimonial en la constitución de garantías reales a favor de obligaciones preexistentes, lo que llevaría a su rescisión si dicha constitución fuera celebrada en los dos años anteriores al concurso. Para evitar este efecto, como avanzábamos, se admite la universalidad de las garantías financieras, en virtud de la cual las garantías complementarias o de sustitución se tratan como si hubieran sido aportadas en el momento en el que se aportaron las iniciales. No obstante, la redacción se presenta una vez más un poco enrevesada. Por una parte, este tercer apartado se refiere de nuevo a la aportación originaria de garantías, aparte de las complementarias y las de sustitución. Reiteración innecesaria, pues su régimen ya viene recogido en los anteriores apartados, y cuyo origen lo encontramos en una defectuosa transposición de la directiva, la cual se refiere únicamente a las aportaciones para cubrir las variaciones en el valor de las garantías financieras o de las obligaciones financieras principales. Por otra parte, recae en la redundante e imprecisa mención al «periodo de tiempo determinado» anterior a la apertura del procedimiento concursal, y en la oscura y amplia añadidura de «cualesquiera otras medidas o la concurrencia de otros acontecimientos», que equipara al concurso. Y finalmente, termina con una equívoca redacción que en su fuente comunitaria permite eludir la rescisión que se base únicamente en el hecho de que la obligación financiera principal se haya contraído en una fecha anterior a la de la prestación de las garantías complementarias o de sustitución, pero que en nuestra norma acaba incluso dejando abierta la posibilidad, aunque solo sea en el plano teórico, a la interpretación de que la aportación pueda ser posterior al concurso, al afirmar sin las pertinentes matizaciones que «(la) apertura de un procedimiento concursal (...) no será causa para anular o rescindir la aportación (...) siempre que (...) la obligación financiera principal se haya contraído en fecha anterior (...)».

En el cuarto apartado se garantiza la ejecución separada. Como ha razonado el Juzgado de lo Mercantil número 9 de Madrid, en el Auto de 21 de septiembre de 2009, «el artículo 15.4 establece expresamente una suerte de indemnidad de los acuerdos de garantía financiera frente a la situación concursal del beneficiario o garante, de modo que pueda ejecutar separadamente sin sujeción a paralización o enfriamiento derivado de la declaración de concurso y sin intervención del juez del concurso».

Llegados a este punto, se hace necesario el establecimiento de unas condiciones particulares para el ejercicio de las acciones de reintegración en el ámbito de las garantías financieras. La res-

<sup>74</sup> La regulación del derecho de sustitución por el Real Decreto Ley 5/2005 también ha sido objeto de críticas por la falta de precisión en algunas cuestiones, como la definición de valores negociables equivalentes, recogida en el artículo 9 (vid. URETA DOMINGO, J. C.: «Registro, compensación y liquidación de valores», en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, coord. URÍA FERNÁNDEZ, F., editorial La Ley, Madrid, 2007, pág. 602).

puesta la ofrece el quinto y último apartado del artículo estudiado, que incorpora una nueva excepción al sistema rescisorio general previsto en el artículo 71 de la Ley Concursal mediante un precepto que, tras provocar un intenso debate, fue modificado por la Ley 7/2011, de 11 de abril, resultando la siguiente redacción: «Los acuerdos de garantías financieras o la aportación de estas, formalizados o aportadas, anteriores a la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa solo podrán rescindir o impugnarse al amparo de lo previsto en el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, por la administración concursal, que tendrá que demostrar que se han realizado en fraude de acreedores». Dos son los aspectos que debemos destacar: la limitación de la legitimación activa a la administración concursal y, sobre todo, la necesidad de probar la existencia de fraude.

El ejercicio de las acciones de reintegración, al igual que ocurría con los acuerdos de compensación contractual, debe realizarse por la administración concursal, lo que supone una vez más excluir a los acreedores de la legitimación activa contemplada en el artículo 72 de la Ley Concursal.

En cuanto al segundo de los puntos de interés, recordemos que el precedente más próximo en nuestro ordenamiento jurídico a este precepto, la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, que ya protegía las garantías y las cesiones en garantía frente a las acciones rescisorias (aunque solamente las celebradas en el marco de un acuerdo de compensación contractual), exigía la demostración de fraude. Posteriormente, el artículo 15.5 del real decreto ley, en su primera versión, en un intento de acercamiento a los principios de la Ley Concursal, requería que el acuerdo de garantías financieras o la aportación de estas se hubieran realizado en perjuicio de acreedores. Requisito que dio lugar a dudas interpretativas, tanto para la doctrina como para la jurisprudencia<sup>75</sup>, a las que se quiso dar solución sustituyendo el requisito de demostración de perjuicio de acreedores por el de fraude de acreedores, lo que, en nuestra opinión y como tendremos oportunidad de analizar con más detenimiento, representó un innecesario paso atrás en la reforma concursal.

### III. DEFICIENCIAS DEL RÉGIMEN DE REINTEGRACIÓN EN EL REAL DECRETO LEY 5/2005

#### 1. EL PROBLEMA DEL ÁMBITO DE APLICACIÓN: UN PRIVILEGIO SOBREVENIDO PARA LAS ENTIDADES FINANCIERAS QUE DEBE SER REVISADO

Decíamos más arriba que la Directiva 2002/47/CE, sobre Acuerdos de Garantía Financiera, había empujado a nuestro legislador nacional a reconocer ciertas inmunidades concursales a

<sup>75</sup> Sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 9 de Madrid de 26 de marzo de 2010; Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de A Coruña de 4 de julio de 2011.

favor de las entidades financieras, con la intención de asegurar un marco competitivo para nuestro sistema financiero en materia de garantías.

Indagando en los orígenes del texto europeo, veíamos que, aunque este formaba parte de un conjunto de medidas encaminadas a la consecución del mercado único para los servicios financieros al por mayor, había dejado abierta a los Estados la posibilidad de hacerlo extensivo a toda persona jurídica. Por otra parte, la norma comunitaria se mostró especialmente laxa a la hora de acotar su alcance objetivo, de modo que facilitaba la inclusión en su ámbito de aplicación de casi cualquier negocio financiero acompañado de una garantía consistente en valores, efectivo o derechos de crédito<sup>76</sup>.

El Real Decreto Ley 5/2005 optó por hacer extensivos a las personas jurídicas tanto el nuevo régimen de garantías financieras como el ya existente para los acuerdos de compensación contractual, con la única condición de que su contraparte fuera una entidad financiera o uno de los operantes típicos de los mercados mayoristas. Este hecho supuso desplegar aquellas inmunidades concursales a un enorme conjunto de operaciones de financiación, de seguro o de valores celebradas entre las entidades financieras y sus clientes personas jurídicas, siempre que estas ofrecieran en la operación una garantía financiera<sup>77</sup>. En efecto, a esta ampliación del ámbito *ratione personae* se suma la imprecisión del ámbito *ratione materiae*, que tanto en la norma europea como en el Real Decreto Ley cubre todos aquellos acuerdos de garantía financiera en los que la obligación financiera garantizada consista simplemente en el derecho a un pago en efectivo o a la entrega de instrumentos financieros.

Entendemos que este resultado añadido, quizás accidental, en la celebración de operaciones minoristas trasciende el espíritu y la finalidad de la norma europea. En nuestra opinión carece además de justificación jurídico-económica, al representar una excepción al principio *par conditio creditorum* que, sin unos beneficios colectivos claros y sustanciales, concede a las entidades financieras un estatus privilegiado frente a los demás acreedores de derecho común en el curso de un procedimiento concursal.

Como examinábamos en otro epígrafe, la definición de obligación financiera principal como aquella obligación (garantizada mediante un acuerdo de garantía financiera) que da «derecho a un pago en efectivo o a la entrega de instrumentos financieros» fue un punto controvertido que pensamos que cambió radicalmente el alcance del ámbito de aplicación en más de un Estado, entre ellos el nuestro, al reproducir literalmente la definición. Argumentábamos que una traducción a

<sup>76</sup> El uso de los derechos de crédito como objeto de la garantía está sujeto, no obstante, a importantes limitaciones. La directiva incorporó este tipo de garantías con la clara vocación de servir a las entidades de crédito en sus relaciones con los bancos centrales. Se trata de un instrumento orientado a la ejecución de operaciones de política monetaria que permite a las entidades crediticias obtener financiación de los bancos centrales ofreciendo como garantía los derechos de crédito derivados de los préstamos concedidos a su clientela (*vid.* PESTANA DE VASCONCELOS, L. M.: «Las directivas relativas a los acuerdos de garantías financieras: un acreedor superprivilegiado en los procedimientos de insolvencia», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 13, Madrid, 2010, pág. 442).

<sup>77</sup> *Vid.* DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., *op. cit.*, págs. 1908-1920.

nuestro idioma de la versión negociada, más coherente con los objetivos de la norma, podría haber sido «derecho a una liquidación por diferencias y/o a la entrega de instrumentos financieros». Pero se tradujo en los términos señalados, y la redacción del texto comunitario no deja mucho margen para la interpretación.

No obstante, el real decreto ley pudo haber subsanado la redacción de la directiva a la hora de transponerla a nuestro ordenamiento jurídico, como hizo Alemania<sup>78</sup>, que, para los supuestos en los que el garante fuera una sociedad, restringió la definición de obligación a los contratos de compraventa de instrumentos financieros; a las operaciones de recompra, los préstamos de valores y las operaciones similares sobre instrumentos financieros (derivados, etc.); y a los préstamos para la adquisición de activos financieros.

En la misma línea que hizo ese país, proponemos modificar el apartado cuarto del artículo 6 del Real Decreto Ley 5/2005, matizando la definición de obligación garantizada, con el fin de delimitar el ámbito objetivo<sup>79</sup> de la norma a aquellas operaciones de carácter financiero para las que estaba ideada la directiva, lo que evitaría su aplicación indiscriminada a cualquier negocio de financiación, de seguro o de valores, propio de la actividad corriente de aquellas entidades, en el que medie una garantía financiera<sup>80</sup>. Así, proponemos que el precepto se remita del siguiente modo al artículo 5, que, al regular el contenido de los acuerdos de compensación contractual, enumera en su apartado segundo las operaciones financieras a las que se aplicará su régimen<sup>81</sup>:

«Se entiende por obligaciones financieras principales aquellas obligaciones garantizadas mediante un acuerdo de garantía financiera que dan derecho a un pago en efectivo o a la entrega de instrumentos financieros.

Cuando el garante sea una persona jurídica, solamente se considerará obligación financiera principal aquella que, además de reunir los requisitos del párrafo anterior, se presente en el marco de alguna de las operaciones financieras previstas en las letras b) a e) del párrafo segundo del artículo quinto.»

<sup>78</sup> Vid. LÖBER, K. M.: «The German Implementation...», *op. cit.*, pág. 74.

<sup>79</sup> GARRIDO propone recortar el ámbito subjetivo de la norma, excluyendo a las personas jurídicas, con la finalidad de evitar su aplicación a las operaciones normales de financiación (*vid.* GARRIDO, J. M.: «Los efectos de las garantías financieras en el concurso», en *Los problemas de la Ley Concursal. I Congreso Español de Derecho de la insolvencia (Gijón, 16 a 18 de abril de 2009)*, dir. BELTRÁN, E. y PRENDES, P., editorial Civitas, Madrid, 2009, pág. 296).

<sup>80</sup> A diferencia de la solución dada por Alemania, entendemos que para alcanzar una mayor coherencia con nuestro objetivo deben excluirse también los contratos de compraventa de instrumentos financieros y los préstamos para la adquisición de activos financieros, ya que darían cabida a operaciones propias de los mercados minoristas.

<sup>81</sup> Por razones obvias, se excluye la letra a) del artículo 5.2 del Real Decreto Ley 5/2005, que se refiere a los propios acuerdos de garantía financiera. El resto de las letras del mismo apartado incluye los préstamos de valores, los contratos de derivados, las compraventas de divisas, las cesiones en garantía, las operaciones dobles o simultáneas y las operaciones con pacto de recompra.

## 2. PERJUICIO EN LA CONTRATACIÓN Y FRAUDE VERSUS PERJUICIO PARA LA MASA ACTIVA: UNA PROPUESTA DE REFORMA

### 2.1. La innecesaria exigencia de perjuicio en la contratación para la rescisión de los acuerdos de compensación contractual

Afirmábamos al referirnos a las especialidades de los acuerdos de compensación contractual en la nueva disciplina concursal que a las operaciones financieras y al acuerdo de compensación que las regula les será de aplicación el régimen de acciones de reintegración del artículo 71, con ciertas particularidades en cuanto a la carga de la prueba y a la legitimación activa. Solo aparece legitimada para ejercitarlas la administración concursal, quien soportará la carga de la prueba, consistente en la demostración de perjuicio en la contratación. Nos planteábamos seguidamente el significado de la expresión «perjuicio en la contratación» y, tras constatar que la doctrina no se ponía de acuerdo, anunciábamos que la falta de una definición precisa sumada a la ambigüedad del propio precepto originaba dudas interpretativas, a las que ahora intentaremos dar solución.

Creemos que quizás antes de continuar debemos realizar unas breves reflexiones sobre la figura de la compensación en relación con el sistema rescisorio. Tomemos como punto de partida la naturaleza de la compensación en sentido propio. Se ha dicho que desde el punto de vista jurídico la razón última de la compensación radica en la injusticia y deslealtad que supone reclamar un crédito cuando se es al mismo tiempo deudor de la otra parte<sup>82</sup>. En esa línea, un sector importante de la doctrina y de la jurisprudencia<sup>83</sup> vio oportuna su admisión en situaciones de insolvencia. Así, la Ley Concursal, aunque prohibió la compensación, admitió sus efectos para aquellos supuestos en los que se hubieran cumplido los requisitos antes de la declaración de concurso<sup>84</sup>, reconociéndole por tanto un carácter retroactivo<sup>85</sup>. Asimismo, en el ámbito del derecho internacional privado reconoce la compensación por aplicación de la ley nacional que rijan el crédito recíproco del concursado, si esta lo autoriza en situaciones de insolvencia (art. 205) y solo para el caso de que

<sup>82</sup> Vid. DIEZ-PICAZO, L.: *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, tomo II, 5.ª edición, editorial Civitas, Madrid, 1996, pág. 537.

<sup>83</sup> Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de octubre de 1998.

<sup>84</sup> Estos requisitos debemos buscarlos en el Código Civil, que incluye la compensación entre las causas de extinción de las obligaciones (art. 1.156) y le dedica los artículos 1.195 a 1.202. En el artículo 1.195 establece que «(tendrá) lugar la compensación cuando dos personas, por derecho propio, sean recíprocamente acreedoras y deudoras la una de la otra». Y en el artículo 1.196 relaciona una serie de requisitos adicionales: «1. Que cada uno de los obligados lo esté principalmente, y sea a la vez acreedor principal del otro. 2. Que ambas deudas consistan en una cantidad de dinero, o, siendo fungibles las cosas debidas, sean de la misma especie y también de la misma calidad, si esta se hubiese designado. 3. Que las dos deudas estén vencidas. 4. Que sean líquidas y exigibles. 5. Que sobre ninguna de ellas haya retención o contienda promovida por terceras personas y notificada oportunamente al deudor».

<sup>85</sup> Vid. VÁZQUEZ IRUZUBIETA, C.: *Comentarios a la Ley Concursal. Ley 22/2003, de 9 de julio*, Dijusa, Madrid, 2003, pág. 536.

el artículo 58 no la permita<sup>86</sup>. En todo caso, sin perjuicio de las acciones de reintegración. Podría pensarse que si los acuerdos de compensación contractual regulados en el Real Decreto Ley 5/2005 observaran antes de la fecha de la eventual declaración del concurso esos requisitos que permiten la compensación (normalmente, por la propia configuración de estos contratos, los satisfacen), podrían beneficiarse de ella, pero aun así quedarían expuestos al régimen general de la reintegración.

Además, existían dudas sobre la verdadera correspondencia de la figura del acuerdo de compensación contractual con la compensación en sentido propio<sup>87</sup>. Lo que regula el Real Decreto Ley 5/2005 es un supuesto de compensación convencional por el que las partes acuerdan ir compensando regularmente las operaciones realizadas, quedando solo obligadas en cada momento por el saldo resultante<sup>88</sup>. El legislador consideró en consecuencia oportuno dotar expresamente a estos acuerdos de un régimen especial que dejara clara su inmunidad frente a los efectos concursales, en la misma línea que lo había hecho la Ley de Reforma del Mercado de Valores y con las oportunas adaptaciones a la Ley Concursal. Uno de estos ajustes tenía que ver con la prueba para el ejercicio de las acciones impugnatorias.

En el nuevo escenario legal concursal resultaba más coherente basarse en la existencia de perjuicio patrimonial para la masa activa que en la prueba de fraude. Pero el uso de la expresión «perjuicio para la masa activa» planteó dudas de compatibilidad con la naturaleza misma de la compensación. En efecto, a veces se ha interpretado que la compensación es siempre perjudicial para la situación patrimonial<sup>89</sup>, por lo que si la condición para la reintegración fuera el perjuicio patrimonial, con ese argumento todos los acuerdos de compensación serían rescindibles. En consecuencia, pensamos que el legislador, con el afán de eludir esta posible interpretación, sustituyó el requisito general por otro alternativo, el del perjuicio en la contratación<sup>90</sup>. No obstante, el nuevo término no fue definido, provocando una vez más desorientación e inseguridad jurídica.

Para entender adecuadamente el pretendido significado de la expresión «perjuicio en la contratación», no podemos perder de vista la función económica de los acuerdos de compensación contractual, que en último término tratan de servir de garantía en el desarrollo de operaciones financieras, ofreciendo mecanismos de reducción del riesgo de crédito al que están expuestas las partes<sup>91</sup>. No

<sup>86</sup> Vid. GARRIDO ESPÁ, L.: «Artículo 205. Compensación», en *Comentarios a la Ley Concursal*, tomo III, coords. SAGRERA TIZÓN, J. M.; SALA REIXACHS, A. y FERRER BARRIENDOS, A., editorial Bosch, Barcelona, 2004, pág. 2019.

<sup>87</sup> Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., *op. cit.*, pág. 33.

<sup>88</sup> Vid. Díez-PICAZO, L., *op. cit.*, pág. 538.

<sup>89</sup> Vid. CAÑABATE POZO, R., *op. cit.*, pág. 366.

<sup>90</sup> En opinión de PIÑEL LÓPEZ se debió a que en el anteproyecto de ley elaborado por el Ministerio de Economía y Hacienda se preveía inicialmente el mantenimiento de la prueba de fraude, pero ante las opiniones contrarias que abogaban por la demostración del perjuicio a la masa activa y dada su apresurada inserción en el real decreto ley, se cometió el error de tomar el texto precedente de la Ley 37/1998 y sustituir la expresión «fraude» en la contratación por «perjuicio» en la contratación (vid. PIÑEL LÓPEZ, E., *op. cit.*, págs. 157).

<sup>91</sup> En el ámbito de las entidades de crédito, la compensación como técnica de reducción de riesgos viene reconocida en el artículo 47 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de Recursos Propios de las Entidades Financieras (BOE núm. 41,



puede aceptarse que, sobrevenido el concurso de una de las partes, el acuerdo deba resultar ineficaz, pues su objeto consiste precisamente en aportar un elemento de seguridad para aquellas situaciones de incumplimiento, algo que ocurrirá en el estado concursal, entre otros. Entendemos que en tal caso se privaría de sentido a la propia celebración de esos acuerdos, por ir en contra de uno de sus fundamentos, su función de garantía en caso de incumplimiento de uno de los deudores.

De este modo, el «perjuicio en la contratación» no puede resultar de los efectos connaturales a los contratos de compensación en una situación de concurso<sup>92</sup>. Creemos que el perjuicio debe localizarse temporalmente en el momento de la contratación y se presentará cuando esta se haya pactado bajo unas condiciones manifiestamente fuera de mercado<sup>93</sup>, algo que en los mercados financieros cubiertos por el ámbito de aplicación de la norma sería técnicamente verificable. Pero este es tan solo el resultado deductivo semántico que se deriva de una reflexión de carácter teleológico sobre los acuerdos de compensación en situaciones concursales. Ni la norma analizada, ni el ordenamiento jurídico español, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, ofrecen una definición de «perjuicio en la contratación».

A pesar de todo, no creemos necesario el recurso a esta nueva modalidad de perjuicio, ni siquiera dándole una adecuada definición, puesto que solo lleva a incrementar la maraña de conceptos que tienen su origen en unas especialidades necesarias durante el anterior régimen pero que con la nueva Ley Concursal dejan de estar justificadas. Así, entendemos que donde el artículo 16.3 del Real Decreto Ley 5/2005 dice «perjuicio en dicha contratación» podría perfectamente decir «perjuicio para la masa activa».

Nuestro trabajo va encaminado a encontrar una solución armónica con el espíritu de la Ley Concursal, que en materia de reintegración se orienta al concepto de rescisión de los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor en un periodo que es sospechoso por su proximidad a la declaración de concurso, todo ello, buscando un equilibrio entre los principios de seguridad jurídica, tan necesaria para el logro de unos mercados financieros competitivos en nuestro país, y de igualdad de tratamiento de los acreedores.

Creemos que la exigencia de demostración de perjuicio para la masa activa es perfectamente compatible con las especiales características de los acuerdos de compensación contractual. No compartimos la opinión de que estos acuerdos sean siempre perjudiciales para la situación patrimonial por el único hecho de producir sus efectos propios de compensación y que bajo el régimen

---

de 16 de febrero de 2008), en desarrollo de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros y otras Normas del Sistema Financiero (BOE núm. 276, de 17 de noviembre de 2007). El Banco de España determinó los términos y requisitos para la aplicación de estas técnicas en la Circular 3/2008, de 22 de mayo, normas 76 y 77 (vid. URÍA FERNÁNDEZ, F.: «El régimen concursal aplicable a los acuerdos de compensación contractual. Estado de la cuestión», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 12, Madrid, 2010, pág. 62).

<sup>92</sup> Vid. IGLESIAS PRADA, J. L. y MASSAGUER FUENTES, J.: «Los efectos del concurso...», *op. cit.*, pág. 573.

<sup>93</sup> Vid. SANJUÁN Y MUÑOZ, E., *op. cit.*, pág. 257.

general de la Ley Concursal serían inevitablemente rescindibles por satisfacerse la condición exigida de perjuicio para la masa activa. En efecto, el acuerdo de compensación contractual incorpora los elementos característicos del contrato atípico de cuenta corriente comercial, a saber, el compromiso de las partes de no exigirse de manera individual los créditos incluidos en la cuenta (en nuestro caso, en el acuerdo) y la obligación de abonar, ya sea periódicamente o en el momento de terminación del contrato (o, aquí, del vencimiento anticipado), únicamente el importe neto que sustituye la pluralidad de deudas y créditos recíprocos<sup>94</sup>. Así, para la jurisprudencia la cuenta corriente da lugar a una única obligación<sup>95</sup> y, por analogía, entendemos que también el acuerdo de compensación contractual. A mayor abundamiento, el artículo 5 de la norma estudiada establece que «en caso de vencimiento anticipado, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones (...) calculado conforme a lo establecido en el acuerdo»; y el artículo 16 confirma que llegado el concurso «se incluirá como crédito o deuda (...) exclusivamente el importe neto de la operación u operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en él». Consecuentemente, no nos parece demasiado aventurado afirmar que, en esencia, en la figura que estamos analizando no se da una auténtica compensación, sino una liquidación por diferencias, un mero cálculo aritmético destinado a determinar el importe neto de la deuda<sup>96</sup>. No se identifica, por lo tanto, un perjuicio persistente derivado de la liquidación en sí misma que pudiera justificar la rescisión de estas operaciones o del acuerdo de compensación que las regula. Siendo así las cosas, no existen razones para eludir la regla general del perjuicio para la masa activa como requisito de prueba para la reintegración.

Por otra parte, lo único que exige la normativa comunitaria es que no se produzca una ineficacia automática de todos los actos celebrados en un periodo anterior a la declaración de concurso como la que contemplaba el antiguo régimen de retroacción absoluta de la quiebra. Con el anterior régimen, se hacía necesario recurrir a la exigencia de la prueba de fraude para poner a salvo la eficacia de estas operaciones, exceptuándolas de la nulidad automática. Pero ahora, la Ley Concursal tan solo ordena la rescisión de los actos realizados dentro de los dos años anteriores a la declaración del concurso cuando resulten perjudiciales para la masa activa, algo que es compatible con las exigencias del derecho comunitario. Lo que no es compatible es el régimen de presunciones de perjuicio patrimonial para la masa activa previsto en el artículo 71, especialmente lo dispuesto en el apartado segundo, que al presumir el perjuicio patrimonial *iuris et de iure* conduce de facto a la ineficacia automática en los supuestos previstos. Así pues, bastaría con que el real decreto ley declarara aplicables las acciones de reintegración que regula el artículo 71 de la Ley 22/2003, con la única salvedad de exigir la demostración de perjuicio patrimonial para la masa activa.

<sup>94</sup> Vid. GARRIGUES, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, tomo II, 8.ª edición, Madrid, 1983, pág. 41; y PÉREZ DE LA CRUZ, A.: «El contrato de cuenta corriente», en *Lecciones de Derecho Mercantil*, dir. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., 6.ª edición, editorial Civitas, Madrid, 2008, pág. 641.

<sup>95</sup> Sentencias del Tribunal Supremo de 30 de enero de 1928, 27 de enero de 1934, 24 de noviembre de 1943, 8 de abril de 1944 y 16 de febrero de 1965.

<sup>96</sup> Vid. IGLESIAS PRADA, J. L. y MASSAGUER FUENTES, J.: «Los efectos del concurso...», *op. cit.*, pág. 567.

Finalmente, no encontramos razones que justifiquen la exclusión de los acreedores de la legitimación activa prevista en el artículo 72 de la Ley Concursal para el ejercicio de las acciones rescisorias, limitándola únicamente a la administración concursal. Dicho sea de paso, entendemos que el resto de acciones de impugnación a las que se refiere el apartado séptimo del artículo 71, en tanto que no están «reguladas» por este artículo, no ven restringida su legitimación activa por el real decreto ley.

En definitiva, proponemos una revisión del artículo 16.3 del Real Decreto Ley 5/2005 en la que se recojan las conclusiones alcanzadas: primero, la sustitución de la expresión «perjuicio en dicha contratación» por la de «perjuicio para la masa activa»; segundo, la eficacia del artículo 71 de la Ley Concursal, excluyendo no obstante el régimen de presunciones previsto en el mismo, de modo que para la reintegración de las operaciones financieras y del acuerdo de compensación que las regula deba probarse siempre el perjuicio para la masa activa; y tercero, la supresión de la referencia a la legitimación activa, de manera que el artículo 72 de la Ley Concursal goce de plena validez en el marco de estos acuerdos. Una posible redacción del precepto en la que se recojan las mejoras propuestas podría ser la que sigue:

«Las operaciones financieras o el acuerdo de compensación que las regula podrán ser objeto de las acciones de reintegración que regula el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, siempre que se demuestre perjuicio para la masa activa.»

## 2.2. Prueba de fraude para la reintegración de las garantías financieras: un mandato inoportuno

Hemos dicho, al referirnos a las particularidades concursales de las garantías financieras, que el artículo 15.5 del Real Decreto Ley 5/2005 consolida un régimen singular en materia de reintegración que representa una nueva excepción al sistema rescisorio general previsto en el artículo 71 de la Ley Concursal: solo podrán rescindirse o impugnarse<sup>97</sup> por la administración concursal, que deberá probar fraude de acreedores.

Para el ejercicio de las acciones rescisorias, el precepto estudiado exigía en su primera versión que el acuerdo de garantías financieras o la aportación de estas se hubiera realizado en «perjuicio de acreedores», término que originó un cierto desconcierto y bastantes dudas interpretativas. Algunos autores propusieron interpretar el perjuicio para los acreedores al que se refiere el Real Decreto Ley en el sentido de fraude, identificando un elemento intencional<sup>98</sup>. Otros, en cambio,

<sup>97</sup> Parece que la redacción actual del texto menciona la rescisión y la impugnación para dejar claro que incluye tanto las acciones rescisorias reguladas en el artículo 71 de la Ley Concursal como aquellas otras de impugnación que procedan conforme a derecho, a las que hace referencia el mismo artículo en su apartado 7 (*vid.* SATRÚSTEGUI MENCHACA, B.: «Proyecto de Ley de modificación del Real Decreto Ley 5/2005: anulación en el concurso de garantías financieras», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 14, Madrid, 2011, pág. 466).

<sup>98</sup> *Id.* DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., *op. cit.*, págs. 1.908-1.920.

pusieron objeciones a los planteamientos que trataban de ver en ese concepto diferencias con el de perjuicio para la masa activa de la Ley Concursal<sup>99</sup>. En respuesta, la Ley 7/2011 pretendió zanjar la polémica dando al artículo la presente redacción, que vuelve a exigir la demostración de «fraude» como lo había hecho con anterioridad la disposición adicional décima de la Ley 37/1998. Solución que a estas alturas del difícil camino recorrido de la reforma concursal no podemos aceptar, puesto que representa un retroceso que nos aleja de ese nuevo espíritu orientado a una reintegración basada en el daño objetivo para la masa activa<sup>100</sup>, independientemente de la intencionalidad de los actos que, por otra parte, ya se contempla en el régimen general de nuestro derecho civil.

Al igual que hicimos con el artículo 16.3 del real decreto ley, al tratar los acuerdos de compensación contractual, nos proponemos también ahora dar con una redacción del artículo 15.5 más coherente con el nuevo régimen concursal, de modo que conjugue el conveniente respeto del principio *par conditio creditorum* con la seguridad jurídica y la firmeza de los contratos de garantía, requeridas para el logro de un sistema financiero competitivo en el ámbito internacional.

La Directiva 2002/47/CE, fuente de la materia que nos ocupa, refleja en su considerando 16 su preocupación por evitar la aplicación por parte de los Estados de normas de nulidad automática, de sistemas de nulidad absoluta que debiliten la eficacia de las garantías financieras. Pero, como aclara el mismo considerando, «esto no significa que no pueda impugnarse, con arreglo a la legislación nacional, el acuerdo de garantía financiera y la prestación de la garantía financiera (...)». Idea que reaparece en la parte dispositiva (art. 8.4) cuando aclara que «(...) la presente directiva no afectará a las normas generales de insolvencia del derecho nacional sobre nulidad de operaciones realizadas durante el periodo de tiempo determinado (...)». En efecto, una vez más entendemos que el régimen de reintegración brindado por nuestra norma concursal es, en líneas generales, compatible con los mandatos comunitarios, dado que no consiste en un sistema de nulidad absoluta. En consecuencia, ya no tiene sentido recurrir a la exigencia de la prueba de fraude como mecanismo de bloqueo ante posibles efectos retroactivos de carácter automático que pudieran poner en tela de juicio el buen fin de estas operaciones financieras. Bastaría con la exigencia recogida en el artículo 71 de la Ley Concursal de la demostración de perjuicio para la masa activa, eso sí, adecuadamente interpretada pues, insistimos, lo que no deben entender los tribunales de justicia es que por el hecho de que una garantía produzca los efectos que le son propios se convierta en perjudicial para la masa activa. Como hemos dicho, el perjuicio debe iden-

<sup>99</sup> Vid. LEÓN SANZ, F. J., *op. cit.*, pág. 361; y PIÑEL LÓPEZ, E.: *op. cit.*, págs. 158.

<sup>100</sup> Vid. CARRASCO PERERA, A., *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, editorial Civitas, Madrid, 2004, pág. 311. No obstante, algunos autores defienden que, aunque el fundamento para el ejercicio de las acciones rescisorias en la Ley Concursal sea el daño objetivo, en el sistema de presunciones recogido en el artículo 71 subyace un reconocimiento del fraude como causa legitimadora para la impugnación, de modo que en cierto modo la norma ha objetivizado el fraude (vid. MARTÍN REYES, M. A.: «El perjuicio como fundamento de la acción rescisoria concursal», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 12, Madrid, 2010, pág. 182; MARTÍN REYES, M. A.: «La impugnación de los actos perjudiciales para la masa activa: breves apuntes sobre una reforma esperada», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 682, Madrid, 2004, pág. 920; y RIVERA FERNÁNDEZ, M.: *Reintegración y concurso de acreedores*, editorial Dilex, Madrid, 2005, pág. 90).

tificarse con la desviación en las condiciones convenidas en el momento de la contratación en relación con las de mercado.

No obstante, debe advertirse que las presunciones de perjuicio patrimonial *iuris et de iure* y *iuris tantum* recogidas en los apartados segundo y tercero del artículo 71 suscitan, como ocurría con los acuerdos de compensación contractual, inconvenientes de compatibilidad con la norma comunitaria, puesto que conllevan a la ineficacia automática de los supuestos recogidos (aunque en los últimos exista la posibilidad de atacar la presunción). Por ello, nuestra propuesta va por el camino de declarar, como hace la vigente redacción del precepto, la aplicación de las acciones de reintegración que regula el mencionado artículo 71 de la Ley Concursal junto con la necesidad de desarrollar, en todo caso y con la finalidad de evitar el sistema de presunciones, una actividad probatoria. Pero no demostrando la existencia de fraude de acreedores, sino de perjuicio patrimonial para la masa activa.

Y en cuanto a la legitimación activa, recordemos que el artículo 15.5 del Real Decreto Ley 5/2005 establece que los acuerdos de garantías financieras o la aportación de estas solo podrán impugnarse por la administración concursal. Pues bien, tampoco aquí encontramos razones para excluir a los acreedores de la legitimación activa prevista en el artículo 72 de la Ley Concursal para el ejercicio de las acciones rescisorias.

Por consiguiente, sugerimos una revisión del artículo 15.5 del Real Decreto Ley 5/2005 en la que se recojan los dos aspectos analizados: primero, la sustitución de la expresión «fraude de acreedores» por la de «perjuicio para la masa activa», manteniendo la exclusión del sistema de presunciones del régimen general, de modo que toda lesión haya de ser probada, y no presunta; y segundo, la supresión de la referencia a la administración concursal como única legitimada para el ejercicio de las acciones rescisorias, de forma que en materia de garantías financieras la legitimación activa alcance también a los acreedores por aplicación del artículo 72 de la Ley Concursal. Para la consecución de los efectos buscados creemos que podría ser factible la siguiente redacción:

«Los acuerdos de garantías financieras o la aportación de estas podrán ser objeto de las acciones de reintegración que regula el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, siempre que se demuestre perjuicio para la masa activa.»

#### IV. CONCLUSIÓN

Aunque el régimen jurídico de las garantías financieras es una pieza fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales, la seguridad de tráfico necesaria para su buen funcionamiento debe encontrar un límite en el equilibrio con el principio de igualdad en el tratamiento de los acreedores.

Nuestro derecho reconoce un régimen especial en caso de concurso para los acuerdos de garantía financiera y de compensación contractual. Pero lo hace en términos desproporcionados, extendiéndolo a buena parte de las operaciones financieras tradicionales, lo que excede de lo razonablemente justificable para garantizar unos mercados eficientes y competitivos. Entendemos

necesario delimitar su alcance objetivo para evitar una aplicación indiscriminada de las inmunidades concursales previstas a todo negocio de financiación, de seguro o de valores, entre entidad financiera y persona jurídica, en el que medie una garantía de valores o efectivo. Y con tal fin, proponemos la modificación del artículo 6.4 del Real Decreto Ley 5/2005, de modo que matizando la definición de «obligación financiera principal» excluiríamos del ámbito de la norma las operaciones minoristas. Para ello añadimos la condición de que, cuando el garante sea una persona jurídica, solamente se considerará obligación principal aquella que se presente en el marco de una operación financiera, término este último que aparece suficientemente delimitado en el artículo 5.

En materia rescisoria, la norma especial legitima solamente a la administración concursal para su ejercicio, quien deberá probar perjuicio en la contratación o fraude de acreedores, según se trate de un acuerdo de compensación contractual o de uno de garantía financiera. Creemos que el régimen de reintegración brindado por la Ley Concursal es, en líneas generales, compatible con las exigencias de la normativa comunitaria y de los mercados, dado que no consiste en un sistema de nulidad automática, salvo en lo que toca al régimen de presunciones, que al suponer el perjuicio patrimonial *iuris et de iure* y *iuris tantum* conduce de facto a la ineficacia automática en los supuestos previstos. Por estas razones proponemos las siguientes mejoras:

- En cuanto a los acuerdos de compensación contractual, consideramos innecesario recurrir al impreciso concepto de «perjuicio en la contratación» como requisito para su rescisión, siendo suficiente el de «prueba de perjuicio para la masa activa», previsto en la Ley Concursal, una vez se haya apartado el sistema de presunciones. Proponemos, por tanto, la revisión del artículo 16.3 del Real Decreto Ley, de forma que declare aplicables las acciones de reintegración que regula el artículo 71 de la Ley 22/2003, con la única salvedad de exigir en todo caso la demostración de perjuicio patrimonial para la masa activa. Además, puesto que no encontramos razones que justifiquen la expulsión de los acreedores de la legitimación activa, limitándola únicamente a la administración concursal, proponemos la supresión de la referencia a la misma, de manera que el artículo 72 de la Ley Concursal goce de plena validez en el marco de estos acuerdos.
- Y en lo que se refiere a los acuerdos de garantía financiera, advertimos inoportuno el retroceso que supone la prueba de «fraude de acreedores» para el ejercicio de las acciones rescisorias. La presencia de este elemento intencional nos aleja del nuevo espíritu orientado a una reintegración basada en el daño objetivo para la masa activa. Consecuentemente, estimamos necesario corregir la redacción del artículo 15.5 del real decreto ley, para incorporar una vez más el sistema de acciones de reintegración que regula la Ley Concursal, pero requiriendo, en todo caso y con la finalidad de evitar el sistema de presunciones, la prueba de perjuicio patrimonial para la masa activa. Finalmente, tampoco aquí encontramos razones para excluir a los acreedores de la legitimación activa, por lo que sugerimos la supresión de la referencia a la administración concursal como única legitimada para el ejercicio las acciones rescisorias.